

146.07
76432
1965
F.J.ycs
Ej:1

072735

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES



ASPECTOS JURIDICOS DE LA BOLSA DE VALORES

TESIS

PRESENTADA POR

ALVARO GONZALEZ LARA

EN EL ACTO PUBLICO DE SU DOCTORAMIENTO

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, CENTRO AMERICA

ABRIL DE 1965



CAPITULO PRIMERO

Antecedentes y Desarrollo Histórico de las Bolsas. - Concepto. -
Efectos Inscribibles en las Bolsas.

ANTECEDENTES Y DESARROLLO HISTORICO DE LAS BOLSAS

El origen de las **bolsas** corresponde a las épocas más re
motas, ya que es el fruto de la **necesidad** comercial, cada vez más
sentida por los hombres, debido a que la naturaleza humana siempre
ha tendido a procurarse de aquellos objetos de que carece, **especial-**
mente de los que no son producidos o no pueden obtenerse en las lo-
calidades donde se han establecido. Por eso es que el intercambio
de productos entre localidades distintas, aparece desde las épocas
más lejanas, y para su mayor facilidad, de manera paulatina, se
establece la costumbre de utilizar lugares y días determinados, pa
ra poder practicar el tráfico y el cambio de los productos de la tie
rra y de la industria.

Dada la naturaleza religiosa de **bs** Estados del mundo anti
guo, en los cuales todas las actividades se desarrollaban bajo la
tutela de alguna divinidad, **las fechas** fijadas para el intercambio de
productos, **coincidían** **generalmente** con alguna festividad religiosa,
en la que se rendía culto a los poderes sobrenaturales que regían
las actividades del Estado. En la Edad Antigua, el comercio tiene
poco desarrollo, ocupando un lugar secundario en la vida económica

de los pueblos, reduciéndose más que todo a los artículos de lujo, por las dificultades que implicaba el transporte.

Estas concentraciones para el intercambio de productos, se presentan en todos los pueblos de la antigüedad, tanto en la India como en Egipto, en los Países Arabes, en Babilonia, etc. Así el comercio interior egipcio, se desarrolló a lo largo del Nilo; en tanto el comercio marítimo, tiene poca importancia en los tiempos de los faraones, hasta que en la desembocadura del Nilo, aparecen los primeros mercaderes fenicios, dando origen al comercio de intercambio internacional.

Babilonia, es de los estados antiguos, el que adquiere gran importancia comercial e industrial. Su estructura social corresponde a esta característica, al grado que se hacen diferenciaciones fundamentales entre el artesano y el labriego; porque la actividad industrial es una forma habitual de vida, a la par que la agricultura. En los 280 párrafos del Código de Hammurabí, se encuentran disposiciones relativas al contrato de compraventa, la gestión de negocios y la comisión mercantil.

El pueblo fenicio, fue el primero que halló en la industria y en la actividad mercantil, el interés económico preponderante, diferencia de los pueblos de su época desarrolló en escasa medida la agricultura. Es un pueblo dotado de una excepcional aptitud comercial. Dentro de sus actividades realizaron varias empresas llenas de originalidad para sus tiempos, entre las que están la fundación de grandes factorías. Fueron durante mucho tiempo los únicos intermediarios de las mercancías del mundo antiguo. Su imperio comercial y marítimo fue el más vasto; llegaba por un lado al mar Báltico

y por otro al mar Rojo. Les corresponde a ellos ser los instructores de los otros pueblos de su época en las técnicas de la navegación, industria y comercio. Así como fundaron Cartago y colonizaron el sur de España, los fenicios también ya conocían la "hechazón" como una especie de avería que reglamentaba su Derecho Mercantil Marítimo.

Los griegos tuvieron un preponderante tráfico comercial y marítimo debido a su posición geográfica, la que originalmente se limitaba al mar Egeo y sus litorales, extendiéndose posteriormente a los pueblos de occidente a quienes abastecían de los productos provenientes del oriente.

De las concentraciones para el intercambio de mercaderías que tuvieron más renombre en Grecia, se encuentra la fiesta religiosa celebrada en honor de Apolo en la isla de Delfos. Además los griegos conocieron los centros de contratación mercantil denominados "ANGORAS" y "EMPORIUMS".

Como consecuencia de las manifestaciones feriales, prospera en la antigüedad, de una manera relativa, el comercio terrestre, ya que los mercaderes de las comunidades cercanas se reunían periódicamente para el intercambio de productos. Estas ferias de la antigüedad, eran mercados cotidianos que constituían las primeras manifestaciones de traficantes, con incipientes organizaciones.

Con el surgimiento del Imperio Romano, el tráfico se hace más extenso. No obstante los romanos no tuvieron regulaciones especiales de Derecho Mercantil, debido a que el ejercicio del comercio era considerado una actividad indigna y era ejercido únicamente:

por los esclavos y extranjeros. Otras de las razones que aducen los autores por las cuales los romanos carecían de regulaciones especiales de Derecho Mercantil, es la tendencia unificadora del carácter jurídico romano y la magnífica flexibilidad del Derecho Privado, que se adaptaba fácilmente a las necesidades mercantiles de la época. Como consecuencia de considerar indigno el ejercicio del comercio, los romanos se valieron de subterfugios jurídicos para realizar sus negociaciones mercantiles dando lugar así a instituciones como el mandato y el peculio profeticio.

Posteriormente con la flexibilidad y las facultades legislativas concedidas al Pretor en la aplicación del Jus Gentium, los romanos pudieron resolver todos los aspectos de su vida mercantil, apareciendo instituciones encaminadas a facilitar el tráfico como el "foenus" o mutuo con interés. En el Digesto se encuentran disposiciones de carácter mercantil, tales como la que obliga a los banqueros - "argentarii" - a llevar determinados libros; las que tratan del cambio y del contrato "foenus nauticum", o préstamo a la gruesa; de la hechazón y de la avería y de las acciones exercitorias e institoria, que el Pretor otorga contra el dueño de un establecimiento mercantil por los actos de la persona colocada al frente de aquél; asimismo se reglamenta la "missio in posesionis", que es un antecedente de la quiebra.

Los mercaderes romanos realizan sus operaciones en los pórticos de los Forums y en las Basílicas; y en especial, es considerado por los autores como un antecedente remoto de las "BOLSAS", los "COLLEGIUM MERCATORUM". No obstante, hay tratadistas

españoles, que niegan que el "COLLEGIUM MERCATORUM" sea un antecedente de esta institución mercantil, ya que según su criterio, no eran más que Asociaciones de Comerciantes, similares a las asociaciones profesionales de nuestros días, conocidas como CAMARAS DE COMERCIO.

Con la caída del Imperio Romano, el tráfico mercantil, el comercio internacional y regional desaparecieron, quedando interrumpido el tráfico marítimo y terrestre, cerrándose en esta forma las rutas que habían sido abiertas en la antigüedad.

Hechas las anteriores consideraciones y deduciéndose de ellas que el tráfico mercantil en la Edad Antigua era incipiente, se llega a la conclusión que el antecedente más próximo de las "BOLSAS DE COMERCIO", son las FERIAS Y MERCADOS, las que florecieron a mediados de la Edad Media.

La palabra "BOLSA", empleada para designar el centro de contratación mercantil, tiene su origen en la ciudad de Brujas, Flandes, ciudad perteneciente a la Liga Hansiática; siendo la "Bolsa de Brujas", la primera que registra la historia.

En la ciudad de Brujas, con la palabra "Bolsa", se designa el lugar de reunión de los comerciantes, debido a que el lugar donde éstos se reunían, era un edificio perteneciente a la familia Wan Der Burse, cuyo escudo de armas consistente en tres bolsas de plata, se encontraba esculpido sobre la piedra a la entrada del edificio. Este es el origen de la palabra, más aceptado por los tratadistas; no obstante, don Joaquín Rodríguez Rodríguez, sostiene que no hay ninguna certeza sobre el origen de la palabra "Bolsa", ya que ésta puede

provenir de la familia Wan Der Burse, o que deribe de la palabra la tina "Burse" que significa "Corporación Estudiantil". En la ciudad de Brujas, posteriormente se le dio la misma denominación de "Bolsa", a una plaza contigua al edificio de la familia Wan Der Burse, que era el lugar donde estaban situadas las "LOGGE" de los mercaderes italianos. Generalizado el uso de la palabra "Bolsa", vino a desplazar los términos italiano de "LOGGIA" y el de "LLOTA" empleado por los catalanes.

En la Edad Media, languidece el tráfico mercantil, y no es sino hasta el siglo X en que empieza a operar el resurgimiento del comercio. Pero es a partir del siglo XII con las Cruzadas, que Europa se pone en contacto con el Oriente, naciendo un activo comercio marítimo principalmente en Italia, ya que los mercaderes italia nos transportaban a través del Mediterráneo a los cruzados y traían de regreso a Europa los productos orientales.

En el siglo XIII, los franceses de Palestina tenían, en las principales ciudades del Reino de Jerusalén, las llamadas "Cours de la Fonde", proveniente del árabe "Funduk" que quiere decir "Bazar", que eran jurisdicciones mixtas, establecidas para dirimir diferencias entre indígenas y europeos y que al mismo tiempo eran especies de "Bolsa", donde se marcaban las cotizaciones de los metales preciosos y mercancías. Estas instituciones, nacidas en Palestina, se extendieron ya en el mismo siglo XIII, por las ciudades comerciales de Italia y Flandes, donde alcanzaron un rápido desarrollo.

El descubrimiento de las rutas hacia las Indias Orientales y América, determinan el principio de un período de gran expansión mer

cantil apareciendo los primeros "Bancos" y "BOLSAS DE COMERCIO" y se engendra el capitalismo financiero e industrial.

La reiniciación de las transacciones mercantiles en la Edad Media, se realiza en ámbitos reducidos, debido a la desconfianza que se tenían los pequeños reinos, principados y ciudades que habían nacido como consecuencia de las invasiones de los bárbaros.

Es en este ambiente, más que todo para llenar las necesidades de los pequeños conglomerados, que empiezan a florecer las "Ferias", en las que se establecía como dice don Joaquín Garrigues, una especie de "Paz Comercial", para que pudieran llevarse a cabo las transacciones mercantiles entre los comerciantes pertenecientes a las distintas comunidades a que había quedado reducida la Europa Continental y las Islas Británicas. Así tenemos las Ferias en los tiempos de los Merovingios, y las que se llevaron a cabo en las rutas de la Europa Central, Baviera, Sajonia y Champaña, siendo las más famosas por su importancia las de Champaña, Tarascón, Bueaucaire y Marsella; en Flandes, las de Brujas; en Alemania las de Frankfurt y en España, las de Medina del Campo.

Las Ferias originalmente tenían por objeto, servir de punto de reunión de compradores y vendedores del mismo país, y posteriormente, de países vecinos más alejados, en vista de que las comunicaciones de esa época eran lentas y frecuentemente imposibles por los conflictos bélicos casi continuos que se presentaban.

Los diversos países tomaron numerosas medidas legales para favorecer las Ferias. Estas medidas tenían por objeto, proteger a los que las frecuentaban, así como asegurar la ejecución de las obli

gaciones que se concluían en ellas. Así tenemos que la Partida Quinta la Ley Trece del Título VII se ocupa de "Las Deudas de las Ferias y su Cumplimiento" y la Ley IV de la misma Partida y del mismo Título establece: "TODOS LOS QUE VENGAN A LAS FERIAS DE ESTOS REYNOS O A OTRO PUNTO DE ELLO, EN CUALQUIER TIEMPO, SIN DISTINCION DE CRISTIANOS, MOROS O JUDIOS, SERAN SALVOS Y SEGUROS EN SUS PERSONAS, BIENES Y MERCADERIAS, ASI EN LA VENIDA, COMO EN SU ESTADA Y VUELTA".

En un principio, las Ferias se celebraban irregularmente; posteriormente adquirieron carácter periódico, desarrollándose por lo regular en territorio neutro y bajo tutela religiosa.

A partir del siglo XV, las Ferias de más renombre se celebraban de cuatro a seis veces por año; por ejemplo en las de Champaña, cada una duraba seis semanas; las primeras dos se dedicaban a la compraventa de mercaderías y las otras cuatro al arreglo de las cuentas provenientes de las transacciones. Con el objeto de evitar conflictos con las leyes locales, las Ferias promulgaron Estatutos propios y Regulaciones, estableciendo los preceptos que regulaban la conducta de compradores y vendedores en las transacciones que realizaran; así los contratos de cambio, la quiebra, las reglas procesales mercantiles, hallaron en los Estatutos de las Ferias, una disciplina cada vez más perfecta y esas normas fueron frecuentemente incorporadas a los Estatutos de las Ciudades. Estos Estatutos sirvieron para plasmar los usos mercantiles y los principios reguladores de los contratos de venta, letras de cambio, recibos de almacenes, letras de crédito, etc.

Las operaciones que se realizaban, tomaban el centro de la Feria como lugar de regulación del precio. Esto hacía necesario la presencia de cambistas de todas las nacionalidades, representantes a la vez, de deudores y acreedores. La Letra de Cambio, es históricamente la Letra de Ferias por excelencia. Esta se extiende y se perfecciona como instrumento de pago, en la época de mayor esplendor de las ferias francesas, especialmente la de Champaña, logrando que se afirmara la jurisdicción de los "prepósitos" de feria, mediante las "lettres de foires", que eran mandamientos ejecutivos, dictados a petición del acreedor, con la simple exhibición de una prueba escrita. Por lo regular las letras eran pagaderas en las ferias próximas.

En la obra de VILLALON "PROVECHOSO TRATADO DE CAMBIO Y CONTRATACIONES DE MERCADERES", publicado en Valladolid, en el año de 1542, un capítulo de la obra está dedicado a "DE LOS CAMBIOS DE FERIA A FERIA", mediante los cuales se sirvieron los mercaderes de aquel entonces, para burlar las prohibiciones canónicas del cambio con interés en una misma plaza. Al decir de Villalón, la solución era de emitir una letra en una feria pero con "distancia loci" sobre otra feria; de esta manera se cubrían los intereses y se soslayaba la censura de los canonistas.

En Barcelona como consecuencia del aparecimiento del Libro del Consulado del Mar en el siglo XIII, se da el primer edicto sobre la letra de cambio.

La existencia de monedas diversas hizo nacer una moneda de feria, ficticia, simplemente de cuenta, la que servía de base para calcular el monto de las letras. La moneda de feria era el común deno-

minador al cual venían a reducirse todas las monedas reales de los diversos países. Las letras eran liquidadas entre banqueros no en especie, sino por compensación o transferencia.

En la Edad Media, debido al debilitamiento del Poder Público, los elementos de las ciudades, principados y reinos que se encontraban ligados por intereses comunes, se unieron para su defensa y prosperidad, apareciendo como consecuencia las "Corporaciones de Industrias y de Oficios", entre las que tuvieron mayor importancia las de los mercaderes, los que formaron los Consulados. Los Cónsules ejercían funciones jurisdiccionales, para dirimir las controversias que se suscitaran entre sus asociados. Posteriormente los Jueces de Comercio, son designados como Guardas de las Ferias, Conservadores de las Ferias, Jueces de Comerciantes, etc. Estos tenían facultades de conocer y resolver los procesos nacidos con ocasión de las operaciones llevadas a cabo en las ferias. Así tenemos la Ordenanza de Felipe el Bello, del 7 de marzo de 1294, ordenaba "que los conflictos que surgieran por el comercio de los lombardos en la feria de Champaña, serían resueltos por los oficiales de esta feria". La Ordenanza de Felipe VI de 6 de agosto de 1349, por medio de la cual se crea una Corte de las ferias "COMPUESTA POR LOS GUARDIAS DE LAS FERIAS DE CHAMPAÑA Y BRIE".

Debido a que las ferias de Lyon y de Beaucaire, eran frecuentadas por italianos, penetran en Francia las normas estatutarias de las Corporaciones Medievaes Italianas, formando así un Derecho especial del Comercio que se desarrolló progresivamente.

En España fueron varias las ferias que gozaron de renombre, por ejemplo, las de "Jerez de la Frontera", autorizada por San

cho IV en virtud de Privilegio dictado el 6 de septiembre de 1286, y que se celebraba dos veces al año. La de Burgos, autorizada por Alfonso XI en el año de 1339; la de Segovia, las de Palencia, Toledo, Madrid, Villalón. La más célebre fue la de Medina del Campo que tuvo gran importancia económica en los siglos XV y XVI.

En las ciudades mercantiles del Norte de Italia, se empieza a desarrollar el tráfico bursátil, relacionado con las mesas de los cambistas y banqueros. Florencia adquiere preponderancia extraordinaria por su comercio de banca. Los Bancos Florentinos intervienen en las principales operaciones monetarias de su época, esparciéndose los cambistas por todos los mercados de Europa. Se ha considerado que las instituciones más preponderantes de Derecho Internacional en sus aspectos mercantiles, tuvieron su origen en la ciudad de Florencia,

Lombardía sobresale también por su actividad mercantil. Sus establecimientos bancarios tenían sucursales en las plazas mercantiles del Norte de Europa, tan es así que la calle de la "CITY" el distrito comercial de Londres, lugar donde se instalaron al principio dichos banqueros recibió el nombre que aun conserva de "LOMBARD STREET".

A fines de la Edad Media en Venecia y Génova aparecen diversas organizaciones bursátiles.

En Inglaterra, se instauraron las operaciones de mercaderías, en virtud de concesiones hechas por la Corona Inglesa, para que se ejerciera el comercio entre las Islas Británicas y los Mercados Flamencos.

Las "Bolsas" de mercaderías, tienen una historia más remota que las de valores y son designadas en España con el nombre de "Lonjas", proveniente de la palabra catalana "Llota". Así tenemos la Lonja de Valencia, que fue fundada en el año de 1283; la de Burgos en 1494; y la de Sevilla en 1583. En el año de 1535 se funda el "CONSULADO DE SEVILLA", que es el que reglamenta las relaciones mercantiles provenientes del comercio con América.

Es en Narbona, en el año de 1530 en que aparece un "PLACE DESBORZESES", término con que se conocía una "Plaza de Bolsistas, la que puede considerarse como uno de los precedentes más próximos de las bolsas; pero es en Amberes en el año de 1460, donde se funda la primera "Bolsa" de carácter internacional, ya que en ella no había determinación de nacionalidad para intervenir en sus operaciones.

Sin embargo, la organización moderna de las "Bolsas", nace a la vida jurídica en el siglo XVI, citándose como las más importantes las de Lyon del año de 1549; la de Rouen en el año de 1566, la de Hamburgo de 1558; en Londres se constituye la "Bolsa" en el año de 1570; la de Nuremberg y la de Amsterdam en 1608, no obstante que como ya se dijo, a fines del siglo XV estaba organizada la "Bolsa de Brujas", siendo ésta la primera que ostenta este nombre.

En España, los comerciantes se reúnen en las "Lonjas" y en las "Casas de Contratación", siendo las de mayor preponderancia la de Barcelona que data de 1339, la que originalmente servía como centro de reunión de comerciantes, como se desprende de la Real Cédula de don Pedro IV de Aragón y no convirtiéndose en un verdadero centro de contratación mercantil sino que hasta en el año de 1571.

Así tenemos también "la Casa de Contratación" de Sevilla, fundada en el año de 1503, la de Bilbao y la Casa de Contratación y Consulado de Comercio de Madrid, fundada por Felipe IV por Real Cédula del 9 de febrero de 1652. Pero a pesar de la importancia de estas casas de contratación, no se reglamentan las bolsas en España, sino hasta el siglo XIX en la que se emite la primera disposición reguladora, por real decreto de 10 de septiembre de 1831 referente a la bolsa de Madrid.

El primer libro que se haya escrito sobre técnica bursátil fue escrito en castellano por JOSE DE LA VEGA, publicado en Amsterdam en el año de 1688 bajo el título "CONFUSION DE CONFUSIONES, DIALOGOS CURIOSOS, SU REALIDAD, SU JUEGO, SU ENREDO".

Como consecuencia del crecimiento de las ciudades, del perfeccionamiento de los medios de comunicación y transporte, de la acumulación de productos en las ciudades de mayor importancia, de la creación de las aduanas, del elevado importe de los derechos arancelarios, empieza a desarrollarse preponderantemente el comercio urbano, disminuyendo la importancia del comercio internacional y de las ferias como centros de esta especie de contratación mercantil, trayendo como lógica consecuencia, que las ferias paulatinamente fueran perdiendo su primitiva importancia, dando lugar al nacimiento de las bolsas y lonjas a que me he referido en los párrafos anteriores, las que vinieron con el tiempo a sustituirlas.

El auge de las bolsas está íntimamente relacionado con el desarrollo de las sociedades anónimas como medio de obtener capitales. En cuanto las sociedades anónimas emitieron acciones, tanto los que tenían fondos que invertir, como los especuladores, comen

zaron a negociar con estos valores.

El siglo XVI, es el siglo de expansión del panorama comercial, trayendo como su legítima consecuencia, nuevas formas de organización de los negocios, siendo una de ellas, la organización de las sociedades por acciones, cuyo germen más inmediato, lo encontramos en las "GILDAS" o gremios de la primera mitad de la Edad Media.

Según don Joaquín Garrigues, en el origen de la sociedad anónima se encuentran dos causas históricas: el italiano, donde se ve aparecer en las relaciones entre el Estado y sus acreedores y el holandés, donde aparece ligada al comercio con las Indias Orientales y Occidentales a principios del siglo XVIII.

En el Derecho Romano, se encuentran precedentes de la "Sociedad" en general, lo que es una base indiferenciada y válida para la Sociedad Anónima o Sociedad por Acciones. Así el tratadista Arias Bonet, considera como precedente remoto de la Sociedad por Acciones, a la "SOCIETAS PUBLICORUM". No estoy de acuerdo con dicho autor en el sentido de que la "SOCIETAS PUBLICORUM" sea un antecedente de la Sociedad por Acciones, en vista de que la Sociedad Anónima, tiene naturaleza preponderantemente mercantil, consecuentemente es en el ámbito de los comerciantes en donde tiene su cuna; y siendo que es en la baja Edad Media, como se ha hecho referencia en los párrafos anteriores, en donde la actividad de los mercaderes, alcanza el sentido neto de la profesionalidad, surgiendo la "CLASE" de los comerciantes, y creándose órganos públicos y estatutos propios que rigen la vida profesional de la "Nueva Clase", es entonces cuando debe de buscarse los primeros elementos aislados de la Sociedad

por Acciones. No obstante, es conveniente advertir que la forma social romana, tiene de común con la Sociedad Anónima, el carácter corporativo, debido a su estructura colegiada y a la función de Derecho Público que se le confiaba, gozando por ello de personalidad jurídica. Asimismo tiene de común la diferenciación que se hacía entre socios y partícipes, ya que era distinta la calidad de socios que la de partícipes; el título de participación prescindía de la condición de la persona, siendo transferible a terceros y sobreviviendo a la muerte del socio. Estas Sociedades se organizaron para obtener la realización y recaudación de los ingresos del Estado; para el abastecimiento y el suministro del pueblo y los ejércitos; para la construcción de obras públicas; etc. Como consecuencia de las funciones públicas que les eran encomendadas, estas Sociedades tuvieron caracteres y reglas particulares que las distinguieron de las demás sociedades privadas romanas.

El antecedente en el que ya se perfilan los primeros elementos aislados de la Sociedad por Acciones lo encontramos en las Asociaciones de Acreedores del Estado, las que aparecen frecuentemente en las ciudades italianas medioevales y que tienen su origen en los fuertes empréstitos que tomaban los gobiernos de dichas ciudades. Ante la imposibilidad de pagar los cuantiosos intereses, los gobiernos de estas ciudades concedían a sus acreedores, el derecho de cobrar los impuestos. La Deuda Pública se unificaba; esta Deuda Pública unificada se denominaba Monti, Masse o Compere y quedaba subdividida en tantas cuotas iguales, consideradas como cosas muebles, enajenables y aptas para producir frutos, que daban derecho a una participación correspondiente, en aquellos ingresos del

Estado que habían sido cedidos como garantías del crédito y de sus intereses. En ocasiones esta distribución uniforme y anónima de las deudas del Estado, dio vida a una organización autónoma que realizaba, en provecho propio, negocios de diversa naturaleza. Entre las sociedades de este tipo se destaca la "Casa Di San Giorgio" en Génova, en la que ya se advierten características de la moderna Sociedad Anónima, tales como la limitación de responsabilidad, la pluralidad abundante de partes y de personas que aportan esas partes, la constitución de un patrimonio independiente y principalmente para el objeto de mi tema, la transmisibilidad de las partes que la constituían.

El banco genovés de San Giorgio fue creado en el año de 1407 como consecuencia de una consolidación de la Deuda Pública de la ciudad de Génova. El capital resultante de dicha consolidación, fue dividido en partes libremente negociables con el derecho a participar en la administración del mismo, la que se concedía a favor de las personas que las poseyesen por propio derecho. Similar a lo ocurrido en Génova ocurre en Siena con la creación del Monte Dei Paschi.

Semejantes a las "Compere" son las llamadas "maone", palabra árabe que significa "ayuda, socorro". En las "maone" se puede observar un primer paso hacia las Sociedades Coloniales que florecieron a principios del siglo XVII y en el siglo XVIII. Esto se debió sin duda, a que el transporte medieval era en su parte más notable, transporte marítimo. Debido a esta circunstancia, hay autores que sostienen que el comercio clásico, tuvo su centro y su desarrollo inicial así como su razón de ser, precisamente en las

ciudades marítimas y que el Derecho Mercantil fue en su origen, Derecho Mercantil Marítimo.

La coyuntura que determina la aparición de las "Maone" fue la expansión colonial italiana por el próximo Oriente. "Las maone" están constituídas por un grupo de ciudadanos que proveen en interés y bajo la guía del Estado a los gastos de una expedición naval, dirigida a la conquista de alguna colonia y obtienen por un cierto número de años para garantía y extinción de sus créditos, siempre bajo la soberanía del Estado, el usufructo de una o más Colonias y el monopolio del comercio de algunos artículos coloniales.

El inicial comercio marítimo abrió apetencia de dominación política y de influencia para conseguir la mejor y más ventajosa expansión comercial, asegurando en esta forma mercados de producción y consumo de especies exóticas orientales y transportarlas al Occidente Europeo.

Como en las Compere, también en las Maone, el crédito total está dividido en cuotas iguales, que dan derecho a una congrua participación en los beneficios de la colonia. Todos los poseedores de una cuota vienen a constituir hasta que no se extingue el Débito, una Sociedad Anónima, que se encarga de la administración de la colonia en usufructo. Las acciones de las "Maone", así como las del Banco de San Giorgio, a que me he referido en el párrafo anterior, eran negociables. Entre las "Maone" más importantes tenemos La Genovesa de Chio y de Focea, llamada también "Maone" dei Giustiniani, la cual tuvo su preponderancia entre los años 1346 a 1566; la de Chipre en 1573, que fue comprada por el Banco di San Giorgio en el año de 1408.

El sistema genovés de las acciones alcanzó su mayor desarrollo con el célebre Banco di San Giorgio, o para denominarlo más propiamente, El Monte o la Società delle Compere e Dei Banchi di San Giorgio. A imitación del Banco de San Giorgio, nació en Milán el Banco de San Ambrogio en el año de 1592 y se transformó en Banco por Acciones en el año de 1598.

La razón de ser de las Maone era obtener la dominación y la confluencia de todas las colonias, pero esto era imposible en medio de la rivalidad y desunión de la competencia, naciendo como consecuencia espontáneamente la agrupación de intereses y el monopolio para superarlas. La agrupación de intereses era connatural a la Empresa Marítima Medioeval por la inseguridad de los barcos ante los temporales, el Corso y la Piratería. El principio de limitación de responsabilidad tiene un marcado carácter marítimo: si la nave se pierde es un infortunio que pesa sobre el propietario de la misma y además sobre el propietario de la carga, que al principio eran distintos. Al propietario de la nave no se le puede exigir el precio de la carga perdida, porque también él resulta afectado con la pérdida de la nave. Cuando la pérdida es de parte de la carga y ha tenido por objeto salvar las vidas de los tripulantes, o el resto de la misma, la situación estaba reglamentada por medio de la avería común.

La figura de la nave como patrimonio separado y como objeto de responsabilidad limitada frente a los posibles acreedores, generalmente prestamistas, aparece como natural en el uso mercantil. Las Maone, cuyo patrimonio principal estaba constituido por naves y por los frutos provenientes de la colonia dados en usufructo por el Es

tado, dan el paso a la limitación de responsabilidad sin esfuerzo alguno.

Pero las primeras entidades comerciales de importancia que adquieren la forma de Sociedades por Acciones son las Compañías Coloniales, organizadas con el propósito de fomentar el comercio y el establecimiento de las agencias de ultramar. Entre las razones que aducen los autores por las cuales, las compañías coloniales adoptaron la forma de Sociedades por Acciones, afirman que se debió a la necesidad de procurarse de grandes capitales, debido a la magnitud de la empresa emprendida, empleando este sistema como medio de interesar los capitales improductivos para una empresa que ofreciera la perspectiva de importantes ganancias, ya que los estados se encontraban en lucha para obtener la posesión de las colonias y la supremacía de los mares. Los medios económicos de que disponían los Estados no eran suficientes para realizar estos fines; como consecuencia, era necesario el concurso de la iniciativa privada, en gran escala, es decir, el concurso de la masa de ciudadanos.

Estas compañías aparecen a principios del siglo XVII. Son una creación de Derecho Público, ya que únicamente podía darles vida la voluntad del Estado. Tenían por objeto la adquisición y administración de las colonias. Su naturaleza era corporativa y estaban investidas de prerrogativas soberanas, tales como el monopolio, la jurisdicción civil y penal, la acuñación de moneda y tenían la facultad de imponer cargas fiscales. Como consecuencia no está presente en las compañías coloniales, el Derecho de Voto, ni consecuentemente el Organo de Soberanía de la Sociedad por Acciones moderna, que es la Junta General de Accionistas.

Sus relaciones con el Estado se regulaban por tres sistemas a saber:

a) El Sistema de Privilegio, llamado Oktroi. La sociedad nacía como consecuencia de un privilegio concedido por el Estado, Oktroi, y por consiguiente, como Institución de Derecho Público.

Respecto a la organización interna, de la misma, su naturaleza era de Derecho Privado; la concesión, no tenía relevancia más que para cuando hacía referencia a la constitución de la compañía como corporación. Como tal, tenía que conformarse con el derecho de las corporaciones considerándose como "Universitas Ordinata".

Al decir de Primker, todo Oktroi, era un privilegio en sentido estricto, "privilegio legislativo", por el que se creaba un nuevo Derecho Objetivo, pero sólo para el caso particular de cada compañía sin que surtiera ningún efecto para los demás semejantes que se presentaran. La Autorización Gubernativa u Oktroi, era por tiempo determinado, es decir, por la duración de la empresa, que se emprendía pero las compañías tenían facultad de disolverse antes de la llegada de dicho plazo;

b) El otro sistema era el de Las Concesiones. En este sistema se reconocía a la Sociedad por Acciones la naturaleza de ser una sociedad de libre asociación, pero tanto la creación, como los estatutos de la sociedad, tienen la calidad de una autorización solemne, otorgada por el Estado, es decir, una Concesión Soberana y las Sociedades que reciben dicha Concesión quedan sometidas a la vigilancia del Estado. A este respecto dice Primker: "Reconocimiento, Oktroi y Autorización, Kozession, son aparentemente semejantes, pe

ro existe entre ellos la misma diferencia que entre un Privilegio Legislativo, "Jus Statuendi" y un privilegio Administrativo, "Jus Confirmandi".

En estos dos sistemas, la libre constitución de Sociedad por Acciones no estaba autorizada por el Ordenamiento Jurídico del tiempo. El único caso que se conoce en que se haya permitido durante esta época la libre constitución de la sociedad por acciones, fue en Inglaterra en el período de las empresas fraudulentas que corre de 1695 a 1720 en la que existieron compañías con un simple contrato escrito entre las partes.

La Sociedad por Acciones en estos dos sistemas, estaba reconocida como una institución del tráfico, pero no todavía como una institución jurídica.

Los mayores accionistas de las compañías son al mismo tiempo los dirigentes de la empresa. Tienen la gestión de la misma, y la representación de la compañía ante terceros, perfilándose en esta forma el concepto de Consejo de Administración o Junta Directiva de la Sociedad por Acciones de nuestros días.

Las notas características de las Compañías Coloniales, tales como: la concesión de la personalidad jurídica, la formación del capital como fondo de inversión permanente - y no como fondo de inversión para un viaje y por lo tanto, la superación de la "COMENDA" o "Participación Transitoria" en la Empresa Capitalista Medioeval, por la participación permanente moderna, da lugar al concepto casi definitivo de acción, sobre todo al incorporarse a títulos negociables, y por fin la limitación de responsabilidad perfilan la figura de la ya inminente Sociedad Anónima Moderna;



c) El tercer sistema es el de la Reglamentación Positiva. La constitución de la Sociedad no se subordina en este sistema al beneplácito del Estado, es decir, su constitución es libre. El Estado, no obstante dicta disposiciones apropiadas a cuya observancia queda condicionada la creación del vínculo social. La sociedad que al constituirse no cumple con las disposiciones reglamentarias es considerada como no regularmente constituida.

Las Compañías Coloniales, al operar en tierra, también extienden a las responsabilidades nacidas de sus operaciones en tierra, el principio unitario de la limitación de responsabilidad, en vista que sería, excesivamente complicado, responder limitadamente en lo marítimo e ilimitadamente en lo terrestre, siendo una misma la entidad responsable y siendo en principio inmensamente superior el patrimonio naval al terrestre de la entidad.

Los Estados, con el objeto de ejercer un comercio de monopolio en el extranjero, dieron lugar, a que se formaran Compañías Especiales privilegiadas con este objeto. Tal es el caso de la Compañía Australiana del Sur, fundada en el año de 1626 por Gustavo Adolfo de Suecia con un capital de 400.000 Coronas.

En el Tratado de Heilbromm, celebrado el año de 1633 se estipulaba, que no se crearía ningún obstáculo a la circulación de las acciones de dicha Compañía, dentro del territorio de los Estados contratantes.

Al decir de Brunetti entre las Compañías Coloniales, más antiguas se encuentran:

a) La Compañía Holandesa de Indias Orientales, la que nació en virtud del Oktroi de 20 de marzo de 1602, con un capital en acciones

de seis millones y medio de florines, la que duró hasta el año de 1703;

b) La Compañía Inglesa de las Indias Orientales constituida en el año de 1612, con un capital en acciones de 744 mil Libras Esterlinas, divididas en acciones de 50 Libras Esterlinas cada una. Era una Compañía Privilegiada, la cual fue disuelta por la ley de 1873. Según los tratadistas esta compañía es de la primera que hay certeza que tuviese la consideración de persona jurídica y es la primera a la que se le reconocía una cierta autonomía patrimonial, en especial, porque la duración de la concesión, otorgada por el Estado, podía ser más larga que la de la empresa particular que se proponía emprender.

c) La Compañía Holandesa de Indias Occidentales fundada en 1621, en la que participaba el Estado con un millón de florines, con la condición de que de tales sumas, éste podía tener como todo participante beneficio y pérdida a prorrata en las operaciones que realizara la compañía.

A fines de la Edad Moderna, debido a la unidad política nacional de los Estados de la época, e influenciados por el trasciego que el litoral impone la constante afluencia a los puertos metropolitanos, de las raras y cuantiosas especies ultramarinas, nacen Sociedades de Comercio y Producción, Bancarias, de Seguros, de Fabricación de Seda, Cristal, Papel, etc. Estas Compañías, son Sociedades Privadas que no gozan de las características de las Compañías Coloniales tales como la intervención e incorporación estatal, leyes especiales para su creación, ni monopolios. Dichas Compañías proliferan especialmente en Inglaterra.

El título de participación del socio en las Compañías Coloniales toma el nombre de "ACCION", proveniente del vocablo holandés "Aktie", que significa "Actio", es decir, derecho del accionista a la cuota sobre el patrimonio común y sobre el beneficio. Los atributos fundamentales del accionista en la compañía son: a) el derecho al dividendo y, b) a la restitución de las cosas conferidas, una vez transcurrido el término convenido. El primero, queda solamente reconocido oficialmente con la constitución de un determinado capital social. El derecho a la cuota de aportación, no implica un derecho de co-propiedad sobre el fondo común, sino que, por la naturaleza corporativa de la sociedad, es considerado de naturaleza mobiliaria, aunque el fondo social consista en inmuebles. Se adopta el principio, de que los acreedores de los accionistas no tienen acción contra el patrimonio de la Sociedad, pudiendo afectar únicamente la cuota de liquidación.

Para llegar a formar parte de la sociedad no hay limitaciones. Pueden entrar todos, ya sean ciudadanos o extranjeros, nobles o plebeyos, hombres y mujeres, cristianos y judíos. La admisión a la sociedad se realizaba a base de una propuesta firmada por el interesado que tenía que ser aceptada por la Compañía. Con tal objeto se llevaban los libros adecuados y se emitían certificados para comprobar la inscripción del accionista; de allí el origen del título accionario denominado "aktie-brief" o "billet d'action", que en un principio tiene únicamente fuerza probatoria.

El derecho del accionista es transferible a terceros, pero solamente después de que haya enterado su aportación totalmente. Esta transferencia podía realizarse sin formalidades, mediante la inscrip-

ción del adquiriente en el libro de las acciones; en este caso, en lugar del antiguo título representativo de la acción, se libraba uno nuevo.

Hasta el siglo XVII todas las acciones son nominativas; es en el siglo XVII en que se hace por primera vez la emisión de acciones al portador. En cuanto a la acción nominativa, su transferencia se realizaba mediante endoso, especificando quien era el endosatario o haciéndolo en blanco. No es sino hasta el siglo XVIII, en que aparecen los cupones de dividendos como documentos distintos de la acción.

Los estatutos de las Compañías Coloniales eran determinados por el Estado en la Carta de Concesión o mediante un acto posterior. En ciertas ocasiones se permitió a los interesados que formularan los estatutos de la compañía ciñéndose a las atribuciones, monopolios, plazos y demás condiciones establecidas en la "Carta" en forma amplia. Como se dijo anteriormente en un principio, el Derecho de Voto del accionista y la periodicidad del Balance de la Sociedad se desconocían en las Compañías Coloniales; los accionistas principales y los administradores determinaban, después de cada viaje, la cantidad que correspondía a los restantes miembros de la sociedad, por concepto de dividendos y fijaban las fechas para su pago.

A medida que el comercio de las Indias se fue haciendo más intenso, se requirieron mayores inversiones y, sobre todo inversiones permanentes. Los contínuos ataques y guerras entre los países por el predominio marítimo y la extensión del comercio a lugares más lejanos, crearon múltiples problemas y riesgos que exigían cuantiosas inversiones de carácter fijo. Se transformó el sistema que se tenía

antes por medio del cual el accionista podía retirar su aportación al finalizar el viaje y se negó a los socios el reembolso de sus aportaciones mientras la compañía persistiera, dotándola como consecuencia de un capital estable.

Esta nueva posición del capital, aumentó la circulación de las acciones, cuya transmisión se consideró como una especie de compensación por la prohibición de reembolsos.

Es la Compañía Unificada de las Indias Orientales, la que nos proporciona el primer ejemplo de esta transformación. En efecto, al constituirse la compañía y de acuerdo con el artículo 96, de la Concesión, el compromiso contraído por los suscriptores de las diversas fracciones de capital, se sujetó a la condición de que se encontraran satisfechos con los resultados de la primera expedición, estableciéndose, para los casos de inconformidad, que los disidentes tendrían derecho al reembolso de las cantidades aportadas, más los intereses correspondientes al tiempo durante el cual la compañía había empleado esa suma. Sin embargo, parece ser, que una vez terminado el primer viaje, no se permitió el reembolso de las aportaciones, tomándose el acuerdo que este reembolso se haría en plazos de diez años. Transcurridos éstos, se haría la rendición de cuentas y se reconocería a todo socio el derecho de solicitar la devolución de la cantidad aportada. En este sistema el capital de la compañía venía en un plazo inferior que el establecido para el disfrute del privilegio concedido por el Estado.

En 1611, presentaron los socios, las primeras solicitudes de reembolso; la Compañía se negó a verificarlos, argumentando que el reembolso le representaba un trastorno, pues su activo en las Indias

consistía en fortalezas, buques, armas y municiones, así como en oficinas, créditos pendientes de pago, etc. y el traspaso de estos bienes a nuevas cuentas, originaría una gran confusión; que las operaciones de reembolso no proporcionaban a los accionistas ninguna utilidad, dado que éstos podían vender sus acciones y obtener mediante la cesión de sus derechos una suma igual a la aportada.

A partir de entonces, las concesiones otorgadas a las Compañías Coloniales en los Países Bajos contienen la prohibición de reembolsar el capital durante el plazo de explotación del privilegio. Con posterioridad Inglaterra y Francia adoptaron la misma fórmula, que después se extendió a los demás países de Europa.

Después de alcanzada la estabilización del capital y ante el deseo de las compañías y del Estado de fomentar la circulación de las acciones para allegarse mayores recursos de explotación, comienza a darse a los repartos un verdadero carácter de distribución de utilidades. Con el objeto de obtener estos fines se trata de establecer una buena contabilidad y de reducirse los plazos de rendición de cuentas y de distribución de utilidades, que disminuyeron de los diez años a que hemos hecho referencia primero a seis años y posteriormente a dos años; pero sobre todo, la concesión del derecho de voto a los pequeños accionistas, fue lo que inició la conversión de la Asamblea General en eje de la organización administrativa de la Compañía.

Los grandes rendimientos económicos de la Compañía de Indias Orientales Holandesa, contribuyeron a que empezaran a circular en gran escala las acciones de la misma. En el año de 1605 distribuyó un dividendo del 15%; en el año siguiente subió al 75% y más tarde se mantuvo durante largo tiempo entre el 25 y el 30%. El valor de

las acciones subió hasta el punto de que mil florines que era su precio de emisión, ascendieron a 18.000 florines. El capital inicial de la Compañía fue aumentando y también el Estado aumentó sus pretensiones para las prórrogas de la concesión. El gran éxito de la Compañía provocó la constitución de la Compañía de las Indias Occidentales que dio unos resultados menos brillantes que los de la Compañía de Indias Orientales.

La expansión comercial lograda por las compañías coloniales, la necesidad de los Estados de procurarse de mayores recursos mediante empréstitos concertados por mediación de las sociedades anónimas y la mayor libertad que en todos los aspectos de la vida económica se observa hacia la segunda mitad del siglo XVII, fueron los principales factores que determinaron e hicieron posible que esta forma de agrupación ampliara poco a poco su campo de actividades a otras ramas distintas de la navegación y la colonización. Tales como ya se dijo en los párrafos anteriores, la banca, los seguros, los transportes, y en general a toda la industria y el comercio, apareciendo una serie de agrupaciones de esta clase con los fines más extraños, que dieron lugar a grandes especulaciones,

En Inglaterra, al lado de la Compañía de las Indias Orientales, aparece el Banco de Inglaterra, que se constituyó mediante Acta del Parlamento sellada con el Real Sello, con fecha 27 de julio de 1694, como Sociedad por acciones o "Joint Stock Company". Se constituyeron también Sociedades de canales, de minas, de seguros y de pesca, que vinieron a competir con empresas ya establecidas que negociaban en estas ramas con otra forma de organización. Así tenemos que en Inglaterra el año de 1695 existían 140 Sociedades por Acciones

con un capital que ascendía, en conjunto, a cuatro un cuarto millones de libras esterlinas. De ellas el 85% se constituyó con posterioridad al año de 1688. En 1717, el capital de las diversas compañías se cifra en 20 millones dos tercios de libras esterlinas y sin tomar en consideración las Sociedades que se formaron en las épocas de especulación.

En Francia a iniciativa del escocés John Law, en el año de 1716, se constituye el "Banque Général", que dos años más tarde se transforma en el "Banque Royale". Sin embargo, las especulaciones a que dió origen el llamado "Sistema de Law", provocaron la ruina casi inmediata del Banco e hicieron que durante mucho tiempo se viera con desconfianza a las Sociedades Bancarias. Es hasta 1776 cuando se constituye una nueva Sociedad dedicada a operaciones de emisión de billetes: la "Caisse d'Escompte"; pero la existencia de esta agrupación fue también efímera y hubo de suspender sus pagos, disolviéndose en el año de 1793.

Es en el período de 1750 a 1780 que aparecen las primeras compañías de Seguros organizadas en forma de Sociedad Anónima y algunas empresas mineras y fábricas de tela adoptan la misma forma.

A principios del siglo XIX, la construcción de canales, la ampliación de las comunicaciones fluviales, el desarrollo de los ferrocarriles, necesitaron de grandes inversiones para emprender estos riesgos de carácter excepcional para la época. La culminación de la aplicación de la Sociedad por Acciones se realiza cuando se han implantado sistemas eficientes y baratos de transporte, extendiéndose al comercio y a las empresas mercantiles, industriales y mineras.

Paulatinamente, las acciones de estas empresas empezaron a ser objeto de comercio, lo que a la postre trajo como consecuencia que se generalizaran las transacciones con ellas en las principales ciudades del mundo.

Originalmente fue más importante el tráfico con valores gubernamentales que con las acciones; la colocación de los empréstitos estatales fue la primera gran función de los mercados de valores. Los gobiernos de España, Francia, Inglaterra y Holanda, con el objeto de procurarse fondos para financiar sus programas de expansión, recurrieron a la emisión de cantidades considerables de bonos, que fueron colocados entre los banqueros de la época, siendo hasta el siglo XVIII cuando los valores gubernamentales se negociaron públicamente entre los particulares.

Una vez que los valores gubernamentales y que las acciones de las Compañías Coloniales y de las otras Compañías que se formaron durante esta época fueron asequibles al público, comenzaron a realizar sus funciones las "Bolsas de Valores" de los países de la Europa Occidental.

Al hacer un examen de los momentos históricos en que se formaron las principales "Bolsas" del mundo, se encuentra que en su aparición concurren situaciones semejantes, desde luego que cada una se formó dentro de condiciones 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 organiza-

do 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 encuentran organizadas ya las principales "Bolsas Internacionales", tales como las de Londres, París, New York, Bruselas, Amsterdam, Zurich y Berlín.

La "Bolsa de Berlín", presenta rasgos singulares, ya que se caracterizó siempre por ser un mercado exclusivo de valores alemanes, a diferencia de los otros mercados de valores internacionales, en que se negociaba con valores de todas partes del mundo; a demás el gobierno alemán siempre tuvo una intervención directa en las actividades de la "Bolsa de Berlín".

Todas estas organizaciones mercantiles fueron conocidas en el Continente Europeo con el nombre de "Bourses" y en las Islas Británicas, con el de "Exchange". Dichas bolsas operaban generalmente en lugares públicos, teniendo acceso a sus operaciones cualquier persona que estuviera interesada en ellas.

Paulatinamente las "Bolsas" fueron concentrando sus operaciones a menor número de efectos de comercio, llegando finalmente a la especialización en dos o tres grupos de productos por "Bolsa", o en muchos casos a uno solo.

En esta forma las palabras "BOURSE", "BOERSE", "BEURS", "BOLSA" y "EXCHANGE", llegaron a ser de uso común en el comercio de mercancías y valores, significando todas en distintos idiomas, lo mismo, es decir, "CENTRO DE CONTRATACION MERCANTIL",

diferendiándose únicamente por ciertas particularidades adoptadas en cada uno de los países.

A finales del siglo XVIII, los cambistas ingleses, se reunían para realizar sus transacciones inicialmente en la "Royal Exchange" y en los lugares vecinos a la misma. Posteriormente se reunieron en el Café de Jonathan, que estaba situado en Change Alley. En el año de 1773, se trasladaron a una habitación situada en Sweeting Alley, a la que denominaron "THE STOCK EXCHANGE", y el edificio en que estaba situada dicha habitación, fue conocido por el público con el nombre de "The Stock Exchange Coffee House". Se redujo el número de personas que podían concurrir a las reuniones, cobrándose la suma de seis peniques por este derecho.

En el año de 1801, un grupo de sus miembros aportaron la suma de 20.000 libras esterlinas, y las dividieron en 400 acciones de 50 libras cada una, con el propósito de adquirir un edificio adecuado para realizar las operaciones; dicho edificio estaba situado en Capel Court, en la calle Bartholomew, siendo este lugar en la actualidad una de las entradas a la actual "Bolsa de Londres".

El nuevo edificio se inauguró en el año de 1802. Sus miembros suscriptores eran 500. Se establecieron normas que regulaban las operaciones que se realizaban; se estipularon los requisitos que deberían de llenar los futuros miembros. Estos serían admitidos por votación general de todos los miembros y en caso de ser admitidos, debían de pagar la suma de diez guineas por cada miembro y de cinco por cada uno de sus empleados.

La Bolsa de Londres influyó de manera preponderante en el desarrollo económico de Inglaterra. Cuando se presentaron las pri-

meras solicitudes de capitales que la creciente industrialización inglesa requirió en el siglo XIX, fue a través de la "Bolsa", donde se formaron esos capitales mediante la transformación de los pequeños ahorros individuales en grandes sumas. La Bolsa 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.

La Bolsa de París, conocida con el nombre de "BOURSE DES VALEURS", se remonta al mercado de cambistas del año de 1138. Estaba situada en la Rue Quincapoux, en el Pont Au Change, y fue la primera "Bolsa" francesa.

La mayor parte de las negociaciones en Francia se realizaban en distintos mercados, es decir, sin ubicación especial, habiendo en circulación aproximadamente 3.000 títulosvalores divididos en acciones y bonos del Estado.

En el primer cuarto del siglo XVI, se había verificado una consolidación de la Deuda Pública a perpetuidad habiendo emitido el Estado bonos para cubrirla.

Con esta cantidad de instrumentos negociables, empezaron a verificarse en la "Bourse" un gran número de transacciones sobre los mismos, a principios del siglo XVIII.

En el año de 1789 habían inscritos en la lista de la "Bourse" 15 emisiones de valores gubernamentales; en 1860 la lista se había ampliado a 380 emisiones de valores inscritos.

A principios del siglo XIX ya estaban establecidas firmemente las disposiciones reguladoras de las transacciones que se llevaban a cabo en el mercado oficial de valores, "Marché Officiel".

El gobierno francés, concedió a los "Agents de Change", Comisionistas Oficiales de Valores, un monopolio transferible para que efectuaran dichas transacciones. Por dicho privilegio los agentes debían de pagar al Gobierno Francés una determinada cantidad. El precio debía de pagarse en valores que se cotizaban en el Mercado Oficial de Valores.

Los Agentes Oficiales, únicamente podían actuar en "Bolsa" por cuenta ajena y se les prohibía hacer recomendaciones a sus clientes en cuanto a la conveniencia de comprar o vender un determinado tipo de valores.

El Gobierno Francés se reservaba la facultad de determinar las comisiones que cobrarían dichos agentes al público por las transacciones que verificaban.

En el año de 1890 se implanta el sistema denominado "Solidarité", por medio del cual los "Agents de Change" asumían responsabilidad solidaria para con sus clientes garantizándoles las órdenes que aceptaban realizar por cuenta de éstos, así como la integridad de los valores cotizados oficialmente, que eran objeto de negociación.

En la Bolsa de París se desarrollaron tres clases de mercado, a saber:

a) El Mercado Oficial o "Parquet". El "Parquet" o "Mercado Oficial", estaba bajo la dirección de la "Asociación de Comisionistas de Valores", denominada "Compagnié des Agents de Change de Paris". El número de sus miembros fue limitado por el Gobierno Francés en 1890, a 70 miembros, no obstante que con anterioridad por Decretos Gubernamentales de 1807 y de 1816 se había limitado a un número determinado las personas que podían ejercer la profesión de Corredores de Valores. Dichos corredores tenían el carácter de Oficiales Públicos. La Asociación tenía la obligación de publicar diariamente listas que contuvieran la Cotización Oficial de los valores inscritos en la bolsa.

La administración de la asociación estaba asignada a un Comité denominado "Chambre Syndicale", el cual era electo anualmente por los miembros de la Asociación, de su seno.

Los Comisionistas Oficiales eran designados por el Presidente de la República Francesa y debían de rendir una fianza denominada "cautionnement", de 250.000 Francos Oro. El Gobierno Francés les confería a dichos Corredores una Patente denominada "Charge d'Agent de Change", el que era transferible de padres a hijos o susceptible de ser vendida a terceros, siempre que el comprador reuniera los requisitos establecidos por el Gobierno Francés para poder ejercer la correduría. El precio de las patentes fluctuaba de un millón a dos millones de francos. La asociación era supervisada por el Gobierno.

La Lista Oficial de valores inscritos en bolsa susceptibles de negociación en este tipo de mercado, ascendía aproximadamente a dos mil quinientos, entre acciones y bonos.

Las operaciones del Mercado Oficial podían ser al contado o a término.

En vista de que a los "Agents de Change" se les prohibía aconsejar a sus clientes en cuanto a la conveniencia de compra o venta de determinados valores, surgió en el Mercado Oficial, la figura del remisier, que era la persona que aconsejaba sobre la venta o compra de valores, recibiendo una parte de la comisión que cobraban los Corredores a los clientes que les proporcionaba el remisier a los comisionistas;

b) De Mercado Abierto o "Coulisse". El Mercado Abierto o "Coulisse" estaba a cargo de una Asociación de Banqueros en Valores denominada "Syndicat Général des Banquiers en Valeurs", a la que también se le conocía con el nombre de "MARCHE EN BANQUE". Su función económica consistía en obtener y fomentar el mercado para valores saneados, pero que no habían sido admitidos al Listín oficial.

En el "Coulisse" se hacían negociaciones al contado de aproximadamente 800 valores entre Bonos de Gobiernos Extranjeros, Acciones de Sociedades Anónimas Francesas y con más de cien valores, principalmente de emisiones industriales en las transacciones a término.

Las diferencias entre el "Coulisse" y el "Parquet" eran las siguientes:

a) Los "Coulissiers" no eran Oficiales Gubernamentales o Públicos; b) su número no era determinado por Decreto del Gobierno Francés; c) no operaba en dicho mercado el sistema de la "Solidarité"; d) podían actuar por cuenta propia o ajena; e) las comisiones que se

cargaban al público por las transacciones que verificaban, no eran determinadas por el Gobierno Francés sino que por la Asociación de Coulistiers; f) no tenían prohibición de aconsejar a sus clientes en cuanto a la compra venta de valores.

Se ha estimado que en el Mercado al Contado operaban aproximadamente 150 "Coulistiers" y en el de a término 120;

c) El tercer Mercado era el "Mercado Libre" o "Marché Libre" o Marché hors-coté. En este mercado las negociaciones se hacían sin ninguna reglamentación determinada, a pesar que posteriormente se dictó una disposición en la que se obligaba a fijarse los precios que habían alcanzado los valores que se cotizaban en dicho mercado.

La Bolsa de París, debido a las características propias de la economía francesa y al mismo tiempo debido a la marcada ingerencia e intervención del Estado en la misma, no representó en el desarrollo económico de Francia, lo que significaron las Bolsas de Londres, o New York en sus respectivas naciones.

La Bolsa de Berlín llamada "Berliner Börse", realizaba transacciones en valores, especies extranjeras, letras de cambio, efectos de comercio, productos agrícolas, petróleo y metales. Esta "Bolsa" siempre estuvo sujeta al control gubernamental. Los inicios de la "Berliner Börse" datan de las gildas, las cuales realizaban transacciones de cambio desde el año de 1685.

En el año de 1902, el Estado Alemán designó un funcionario que era el encargado de supervisar las transacciones que se realizaran en la Bolsa y de vigilar el cumplimiento de las leyes y reglamentos que la regían.

La "Cámara de Comercio e Industria" era el cuerpo regulador de la "Börse" y de las instituciones afiliadas a la misma. La administración de la "Bolsa" era confiada a un Comité de Cambios nombrado de su seno.

Habían Comisionistas Oficiales designados por el gobierno nominados "Kursmakler" concurrendo con Agentes no oficiales, en todas las transacciones de valores. Tanto a los agentes oficiales como a los libres, se les permitía realizar operaciones por cuenta propia o ajena.

En el año de 1890 se promulgó la ley de Bolsa, llamada "Bor-sengesetz", la que tenía por objeto limitar la especulación en bolsa y al mismo tiempo restringir sus transacciones a los valores nacionales alemanes.

Como consecuencia de la promulgación de dicha ley, bajó enormemente el mercado de valores alemán en Berlín, habiendo florecido en Alemania primordialmente la Bolsa de Hamburgo, más que la de Berlín a partir de dicha fecha.

La "Bolsa de Amsterdam" data del siglo XV, ya en el mes de agosto de 1611 se realizaban reuniones regulares y periódicas en dicha bolsa llamada "CUDE BEURS".

En 1787, se forma la "Asociación para Transacciones en Bonos" y en esta forma se separan definitivamente en el mercado holandés, las Bolsas de Valores, y las Bolsas de mercancías y productos.

En 1857 se forma una Asociación para Negociaciones en Acciones denominadas "EFFECTEN SOCIETEIT".

La aparición de las "Bolsas" de Estados Unidos de Norte América, fue posterior al nacimiento y al desarrollo del sistema ban

cario, a la existencia de un mínimun de actividades comerciales e industriales, y al uso de los valores en las prácticas de financiamiento gubernamental y privado.

Como consecuencia del comercio internacional del tabaco, algodón, trigo, maíz y avena, se crearon en los Estados Unidos de Norte América Mercados de Distribución, establecidos en New York, Chicago, Svannah y Nuevo Orleans. En esta forma, se funda la "Bolsa de New York en 1792, la Board of Trade of the City of Chicago", en 1848; la "New York Product Exchange" en 1662; la New York Cotton Exchange en 1870 y la "Coffee Exchange of the City of New York" en 1885.

El Congreso de los Estados Unidos de Norte América, que se reunió por primera vez en el año de 1789, autorizó la emisión en bonos de 80 millones de dólares con el objeto de sufragar la deuda pública contraída con ocasión de la guerra de independencia. Como consecuencia era necesario colocar dichos bonos entre público nor-teamericano. Pero el público era renuente a adquirir los bonos del Estado, a menos que pudiera garantizársele de que podían éstos ser revendidos fácilmente, siendo consecuentemente necesaria la creación de un Mercado de Valores.

Los cambistas de New York, que se reunían a la sombra del árbol de Buttonwood, en Wall Street crearon la "New York Stock Exchange", con 24 miembros, la que realizaba transacciones en valores gubernamentales y en aquellos que fueran emitidos por los Bancos, Compañías de Seguros y Compañías de Canales.

La "New York Stock Exchange", es una Asociación de Comisionistas en Valores. La "Bolsa" no compra ni vende valores, ni fija los

precios de éstos, sino que únicamente proporciona a sus socios el lugar adecuado para que realicen sus operaciones. El número de miembros es limitado. Hay una Junta de Gobierno de la Bolsa integrada por 25 personas.

A principios del siglo pasado comenzó a crearse en el Noroeste de los Estados Unidos de Norte América, un amplio sistema de transportes que, sumándolo a las medidas tomadas con anterioridad, tendientes a estimular la incipiente industria, produjeron la expansión del mercado, el florecimiento del comercio y de la agricultura, el desenvolvimiento de las industrias básicas y la aparición de las industrias alimenticias.

Esta expansión de la actividad económica general, provocó una fuerte demanda de capitales de las principales plazas: New York, Filadelfia, Boston, Chicago, San Francisco, etc.

El Gobierno recurría al financiamiento a través de valores, los que los colocaba principalmente en Londres y en menor escala en las plazas de Amsterdam, París y Viena.

En 1840, el Mercado de New York toma un auge y adquiere una importancia cada vez mayor dentro de la estructura económica de los Estados Unidos de Norte América, lo que llegó a evidenciarse en el caso de los ferrocarriles, cuyos valores suscritos por inversionistas norteamericanos y europeos en el Mercado estadounidense.

La industria logró obtener en el mercado interno las grandes sumas necesarias para su desenvolvimiento debido al proceso de acumulación de capitales, cuando los ahorros internos pudieron proporcionar los fondos necesarios para realizarlos.

El vertiginoso desarrollo de la industria norteamericana comienza a mediados del siglo XIX, pues el resultado de la guerra de secesión intensificó la producción extendiendo la actividad económica por todo el territorio.

Es de hacer notar que antes de 1914 la mayor parte de los recursos canalizados a través de la "Bolsa de New York", se dirigen hacia el fomento de los ferrocarriles, la industria, la Banca, los Seguros, el comercio, es decir, actividades privadas. A partir de 1917 las continuas emisiones de papeles gubernamentales, originadas por la necesidad de fondos para la guerra, derivaron en la intensificación de las operaciones con valores gubernamentales y públicos y acrecentaron las negociaciones con valores emitidos por entidades privadas, las que eran fomentadas por el gobierno. Al terminar la primera guerra mundial, el Mercado Norteamericano de Valores, que en épocas anteriores había sido deudor, se transformó en fuertemente acreedor, y así todos los Mercados Europeos resultaron con saldos deudores.

La "Bolsa de New York" ha adquirido tal importancia dentro del sistema económico de los Estados Unidos de Norte América, que no puede pensarse en grandes financiamientos sin la intervención de la misma.

Ya en este siglo, se encuentran formados los mercados organizados de valores siendo los de mayor importancia además de los mencionados anteriormente, en Inglaterra las "Bolsas de Birmigham, Liverpool y Manchester. En Francia la "Bolsa Provincial de Lyon"; en los Estados Unidos "La American Stock Exchange" de New York, la Mid West Stock Exchange", que opera principalmente en Chicago,

la "Pacific Coast Exchange" de los Angeles y San Francisco; en Alemania las de Franckfort, Hamburgo, Düsseldorf y Munich; en Suiza las "Bolsas de Zurich y Ginebra. En España las de "Madrid" y "Barcelona". En Canadá las "Bolsas de Montreal" y "Toronto". La Bolsa de Budapest. La "Bolsa de Viena". La "Bolsa de Estocolmo" que tiene las características especiales que las cotizaciones están mecanizadas por máquinas eléctricas. Las palabras "doy" y "compro", no existen en esta Bolsa; basta con apretar un pulsador para marcar ofertas y demandas. "La Bolsa del Cairo". En Japón, la "Bolsa de Tokio". La "Bolsa de Alejandría"; la "Bolsa de Lisboa"; la "Bolsa de Atenas"; la "Bolsa de Bombay"; la "Bolsa de Johannesburg"; la "Bolsa de Bruselas"; la "Bolsa de Oslo"; la "Bolsa de Roma"; la "Bolsa de Sydney"; la "Bolsa de Copenhague"; la Bolsa de Venecia". En Latinoamérica están las bolsas de "Buenos Aires", "Montevideo", "Río de Janeiro", "Sao Paulo", la "Bolsa de Santos", la "Bolsa de Bogotá", la "Bolsa de México", la "Bolsa de Lima", la "Bolsa de Caracas", la "Bolsa de Santiago de Chile", que tiene una importancia especial por el mercado del oro y de reciente creación la "Bolsa de El Salvador".

Todas estas Bolsas son vasos comunicantes que cada vez dependen más unas de otras. A menudo en alguna parte del mundo ocurre algún acontecimiento y los efectos se hacen sentir a 5.000 kilómetros de distancia.

CONCEPTO

La palabra "Bolsa" tiene diversas acepciones. Alvarez de Manzano, Bonilla y Miñana, en su obra "CODIGOS DE COMERCIO

ESPAÑOLES Y EXTRANJEROS", se expresan en la siguiente forma: "Con la palabra Bolsa puede designarse el lugar de contratación, es decir, donde se hacen ciertas operaciones comerciales, la reunión de comerciantes, el conjunto de dichas operaciones realizadas en un día y la sociedad fundadora del establecimiento bursátil".

Don Joaquín Garrigues, en su obra "Tratado de Derecho Mercantil" dice: "En lenguaje corriente la palabra bolsa se utiliza para designar el edificio o lugar, el conjunto de operaciones de un día determinado, el estado de las operaciones bursátiles y la "Institución de la Bolsa". La formulación de un concepto teórico de la Institución ofrece dificultades: suele decirse que la bolsa es una clase especial de mercado, que se diferencia de los demás por una serie de características: la organización corporativa, el hecho de ser frecuentada por comerciantes, la circunstancia de no encontrarse presentes en la bolsa los objetos sobre los cuales se contrata.

Pero los dos rasgos característicos de la bolsa como mercado son: la tipicidad de los negocios y la formación objetiva (impersonal) de los precios".

La tipicidad de los negocios y la formación impersonal de los precios son evidentes manifestaciones de una tendencia a la objetivación de las relaciones mercantiles, en vista que el Derecho Mercantil español así como los derivados del Código de Comercio Francés de 1807, por ejemplo el Código de Comercio Salvadoreño siguen, el sistema objetivo del Derecho Mercantil, es decir, que la aplicación de la legislación mercantil está determinada por el acto ejecutado y no por la calidad de la persona que lo realiza; consecuentemente en este sistema el Derecho Mercantil tiende a ser un Derecho General

del Tráfico, un Derecho especial para el comercio.

Las definiciones que se han dado de la "Bolsa", como institución de Derecho Mercantil son tan variadas como los autores:

Antonio Rodríguez Sartré define la Bolsa como: "El establecimiento especialmente organizado donde se reunen las personas que accidental o habitualmente ejercen el comercio, para contratar sobre las operaciones a que pueden dar lugar todo género de valores públicos o privados". Esta es una de las definiciones más completas que se ha dado de la institución mercantil de la Bolsa.

El italiano Vivante al hablar de la Bolsa se expresa de ella en los términos siguientes: "Las bolsas ofrecen notable importancia mercantil, porque sirven de centro de reunión para facilitar la conclusión de negocios y tutelar el interés 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". Definiéndola de la siguiente manera:

"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 sesión".

El inglés, Arthur Curti define la bolsa así: "La Bolsa es el mercado o asamblea periódica de comerciantes que se reunen para

el cambio de mercancías. También se llama bolsa al lugar de reunión mismo".

El tratadista español Gay de Montellá da el siguiente concepto de bolsa: "Son las reuniones periódicas autorizadas por la ley, en los locales señalados por el gobierno, de los comerciantes en general - agentes de cambio, corredores de comercio, corredores libres, comerciantes, tenedores de valores, etc. - al objeto de tratar negocios de comercio, relacionados con valores mobiliarios y con el dinero o sea con las divisas".

A. Tate Smith, da el siguiente concepto de las bolsas: "Es un mercado para la compraventa de valores, tales como participaciones, acciones y bonos. Su función principal consiste en proporcionar liquidez a los capitales invertidos, es decir, proporcionar la movilización de los capitales".

El tratadista chileno Rafael Eyzaguirre da el concepto siguiente: "Las Bolsas son en términos generales, los lugares en que se reúnen los comerciantes, en días y horas determinadas, para transar sus bienes, sean mercaderías o valores mobiliarios".

Don José Ignacio de Arriyaga da los siguientes conceptos de la Bolsa: "a) La bolsa es un tipo especial de mercado al que concurren compradores y vendedores para efectuar sus mutuas transacciones, bien directamente o valiéndose de intermediarios". b) Es un mercado reglamentado en el que normalmente operan intermediarios, llamados agentes de cambio y bolsa que gozan de un estatuto particular".

El tratadista argentino Francisco J. Garo en su obra Derecho Comercial da el siguiente concepto de las bolsas de comercio:

"Son establecimientos privados constituídos generalmente como socie

dades anónimas, que funcionan bajo el control y, en su caso, la previa autorización del gobierno nacional, en cuyo asiento se reúnen sus asociados para realizar las operaciones que le son permitidas por las entidades gubernativas respectivas, y por los medios y modos que éstas les indiquen. Su policía interna es sustancialmente regulada por su reglamento interno".

Don Joaquín Rodríguez Rodríguez da el siguiente concepto de Bolsa: "Las bolsas son instituciones auxiliares del crédito, que tienen por finalidad crear los medios necesarios para la celebración de contratos sobre títulosvalores y metales preciosos". El tratadista mexicano da este concepto de la bolsa, en vista que de acuerdo con la legislación mercantil mexicana las bolsas son instituciones auxiliares de crédito, las cuales están reglamentadas en "La Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxialires". Ahora bien, ¿qué se entiende por crédito?

"El crédito es, dice Weber, análogamente al dinero, un medio auxiliar en el mercado, para hacer posible, de un modo adecuado la cooperación de todas las fuerzas que participan en la economía de un país".

Arwed Koch dice: "Entiendo por crédito, la disposición, desde el punto de vista del acreditante, y la posibilidad, desde el punto de vista del acreditado, de efectuar un contrato de crédito, esto es, un contrato cuya finalidad es la producción de una operación de crédito; mientras que por operación de crédito debe de entenderse, por parte del acreditante, la cesión en propiedad, regularmente retribuida, de capital (concesión de crédito), y por parte del deudor, la aceptación de aquel capital con la obligación de abonar intereses y de de-

volverlo en la forma pactada".

En mi concepto hay crédito, cuando en el intercambio de bienes, dinero, servicios o efectos, falta la simultaneidad entre la prestación de parte de uno de los contratantes y la contraprestación correlativa del otro, correspondiendo a una prestación económica presente, el compromiso de una contraprestación de carácter económico futura.

Cabanellas en su Diccionario de Derecho Usual define las Bolsas de Comercio, de la siguiente manera: "Establecimiento público autorizado, donde comerciantes o sus intermediarios, también los particulares, y más los agentes habilitados y oficiales, se reúnen para concertar negocios sobre mercaderías, que por lo común no están en el lugar, o para convenir determinadas operaciones mercantiles con valores públicos o cotizables y con documentos de crédito".

La Enciclopedia Jurídica Omeba da el siguiente concepto de Bolsa: "Es un mercado público, sometido a reglamentaciones del Estado, donde se reúnen comerciantes y agentes auxiliares del comercio, para concertar operaciones de su ramo".

La Nueva Enciclopedia Jurídica da el siguiente concepto doctrinal de la Bolsa: "Es un mercado o reunión periódica de personas interesadas en el tráfico de títulos, valores y mercaderías que operan según una especial reglamentación legal".

El Código de Comercio Español en el artículo 64 define las bolsas de comercio de la siguiente manera: "Los establecimientos públicos legalmente autorizados en que de ordinario se reúnen los comerciantes y los agentes intermediarios colegiados, para concertar o cumplir las operaciones mercantiles expresadas en esta sección, se denominarán Bolsas de Comercio".

El Código de Comercio Argentino en el artículo 75 define así las bolsas de comercio: "Bolsa o mercado de comercio, es la reunión periódica de los comerciantes y agentes de comercio para facilitar y realizar operaciones mercantiles, darles seguridad y legalidad".

El Código de Comercio de Venezuela en el artículo 57 da la siguiente definición: "Son bolsas de comercio, los establecimientos públicos autorizados por las Cámaras de Comercio de la plaza respectiva, en los cuales se reúnen de ordinario los comerciantes y los agentes intermediarios del comercio para concertar y cumplir las operaciones mercantiles que designe su reglamento".

El Código de Comercio de El Salvador no nos da ningún concepto sobre lo que sean las Bolsas, pero en el Reglamento Interno del Poder Ejecutivo, artículo 30 numeral 9o. relativo a las atribuciones que le corresponden a la Secretaría de Economía, considera las Bolsas como Instituciones Auxiliares del Comercio.

En mi concepto las Bolsas son un mercado del ahorro, que tienen por objeto canalizarlo, permitiendo la formación de precios justos y facilitando las transacciones de toda clase de valores. De aquí que sea la bolsa un mercado para la formación de precios.

La Bolsa de Valores tiene por objeto canalizar el ahorro y, además, posibilitar o facilitar la transacción de toda clase de valores, mediante la concurrencia de compradores y vendedores, a través de una adecuada organización, que permita la formación de precios justos que sirvan, a su vez, de referencia para relaciones jurídico-económicas ajenas a dicho mercado.

Las bolsas constituyen la opinión pública comercial, con repercusiones en el crédito estatal, reflejo de la situación económica y política de un país, lo que ha hecho que se las considere y denomine por Grünhut en su obra "I Contratti di Borsa", "termómetro del crédito público". Siguiendo esta línea de pensamiento podríamos decir, que la bolsa es el nervio central del mundo financiero moderno.

Konrad Cosak en su obra Tratado de Derecho Mercantil dice que la Bolsa tiene características que la diferencian de los demás mercados, siendo las siguientes:

a) El vendedor en bolsa no lleva al mercado la mercancía que desea vender, y así las transacciones bursátiles alcanzan una actividad que no podrían tener los mercados en que se hallasen presentes éstas.

b) La organización de una bolsa y la naturaleza e importancia de las operaciones que en ella se celebran, ejercen influencia preponderante en la fijación de los precios de los géneros, acerca de los cuales se contrata en bolsa; de tal suerte, que los interesados se hallan constreñidos a tener en cuenta aquellos precios al efectuar sus transacciones.

Las características de las Bolsas son las siguientes:

a) La Tipicidad de los Negocios. Las operaciones de bolsa, no comprenden todas las posibles operaciones mercantiles, sino que una parte de ellas, y puede decirse que todas las operaciones de bolsas son mercantiles, pero no a la inversa, que todas las operaciones mercantiles sean operaciones de bolsa. Hay operaciones mercantiles, que se caracterizan principalmente, por el lugar en que se realizan y porque presentan una cierta uniformidad, que es lo que les proporcio

na el carácter de tipicidad a que me refiero; tal es el caso de las negociaciones que se llevan a cabo en las Bolsas, estas se rigen por cláusulas esenciales que son determinadas por el Derecho consuetudinario de Bolsas. En este sentido podemos decir, que las operaciones que se realizan en la bolsa, son operaciones en masa individualizadas por las características especiales que éstas presentan.

b) Formación Objetiva de los Precios. Consecuencia de la contratación en masa, es la formación de un precio objetivo, denominado "Cotización", que se forma a base de la constancia documental de la operación realizada y que se refleja en el listín único publicado por la bolsa, al cierre de las operaciones del día.

c) Ausencia del Objeto de Contratación . Las negociaciones que se realizan en bolsa, se hacen sin que estén presentes las mercancías que se compran o venden. Dichas mercancías son cosas fungibles, principalmente títulosvalores o títulos de crédito, conocidos por su simple designación, sin que sea preciso un examen previo de los mismos. Para realizar operaciones con ellos es suficiente la designación de la calidad y la cantidad del objeto sobre el que se opera. La garantía de dichas mercancías, está en el examen previo y la autorización que se hace de los valores por los organismos correspondientes antes de que éstos, sean inscritos en la bolsa, para que puedan ser objeto de contratación y en la calidad de las personas que intervienen en las negociaciones, los cuales son los corredores de comercio o los agentes de cambio y bolsa; según se les denomine en la legislación respectiva.

d) Desconocimiento entre las Personas Directamente Interesadas en las Operaciones. Al operar en bolsa por medio de interme-

diarios, los compradores y vendedores no entran en relación directa e incluso se desconocen, por lo que, al realizarse la operación con ese carácter impersonal, se consigue gran rapidez y facilidad en las negociaciones. Los agentes mediadores de las operaciones en bolsa actúan por regla general por cuenta ajena, conservando en secreto el nombre del cliente que les ha encomendado la operación.

e) Organización Corporativa. La Bolsa es el establecimiento en que una determinada organización realiza sus operaciones o mejor dicho, la organización que, con un establecimiento adecuado, dedica su actividad principalmente a la contratación de valores mobiliarios proporcionando las instalaciones adecuadas para llevar a cabo las operaciones.

f) Mercado Especial para Comerciantes. En casi todos los conceptos y definiciones tanto legales, como doctrinarios, de las bolsas, se hace mención de ser lugar o establecimiento en que se reúnen los comerciantes para realizar sus operaciones. Es, pues, una de las características diferenciadoras, el que en ellas se reúnan los comerciantes, lo cual no impide que tengan también acceso quienes no lo sean, pero una cosa es tener acceso y otra cosa es intervención. Así vemos que en la Bolsa de París sólo pueden intervenir directamente los agentes colegiados y cosa análoga pasa con las bolsas inglesas y en la Bolsa de Valores de Nueva York.

g) Fin Especulativo de las Operaciones. Algunos tratadistas, entre ellos Georges Ripert, en su obra Tratado Elemental de Derecho Comercial, señala como una de las características de la bolsa, el que normalmente los tenedores de títulos que operan en ella tienden a especular con dichos Valores, comprando para vender inmediatamente

te la mercancía o viceversa, obteniendo una ganancia según las diferencias de cotización, y sin tener la intención de conservar los títulos adquiridos. Esto no es exacto ya que si bien es cierto que en las Bolsas se realizan operaciones de especulación, en la mayoría de las ocasiones el público acude a ellas no para especular, sino para invertir capitales, fruto del ahorro, por lo que no estamos de acuerdo con dicho autor en el sentido que el fin especulativo de las operaciones sea una de las características esenciales de las bolsas.

Hechas las anteriores consideraciones podemos dar un concepto de Bolsa de Comercio diciendo: Que las bolsas, son instituciones auxiliares del crédito y del Comercio, cuya función consiste en poner en relación la oferta y la demanda de capitales y mercancías, representadas respectivamente por Títulos Mobiliarios o por contratos de Compraventa de mercancías de aceptación general, con el objeto de permitir la formación de precios justos, expresando la situación del mercado y de los precios que de dichas transacciones se deducen, para que sirvan de referencia a las relaciones jurídico-económicas.

EFECTOS INSCRIBIBLES EN LAS BOLSAS

En términos generales, la palabra "efectos", significa: bienes muebles, enseres y objetos en general. Por Efectos de Comercio debemos de entender los productos o artículos que constituyen el objeto de las transacciones mercantiles.

En nuestro Código de Comercio, las palabras: efectos, valores, documentos de crédito, géneros y mercancías, son empleadas

sin darles un contenido preciso.

El artículo 23 numeral lo. del Código de Comercio, al de terminar las partidas que debe de asentar el comerciante en el libro de Inventarios y Balances, al dar principio a sus operaciones, estableciendo: "que debe de contener la relación exacta del dinero, valores, créditos, efectos al cobro, bienes muebles e inmuebles, mercaderías y efectos de toda clase, apreciados en su valor real y que constituyen su activo". Esta redacción pareciera dar a entender que cada una de las palabras empleadas tienen un sentido diverso. Tal es el caso del art. 795 No. 5, que diferencia: dinero, valores, muebles, efectos y en el mismo artículo No. 6 establece la diferencia de dinero, créditos y géneros. En cambio en el art. 115 del Código de Comercio que trata sobre el Contrato de Transporte Terrestre, pareciera que utilizara las palabras mercaderías y efectos en términos sinónimos al decir: "El porteador que hiciera la entrega de las mercaderías al consignatario en virtud de pactos o servicios combinados con otros porteadores, asumirá las obligaciones de los que le hayan precedido en la conducción, salvo su derecho para repetir contra éstos, si él no fuere directamente responsables de la falta que ocasiona la reclamación del cargador o consignatario.

Asumirá igualmente el porteador que hiciera la entrega, todas las acciones y derechos de los que le hubieren precedido en la conducción.

El remitente y consignatario tendrán expedito su derecho contra el porteador que hubiere otorgado el contrato de transporte o contra los demás porteadores que hubieren recibido sin reserva los efec-

tos transportados". En este caso la Ley, al referirse a los objetos del Contrato de Transporte Terrestre, los designa indistintamente con las palabras "mercaderías" y "efectos". Hay numerosas disposiciones del Código de Comercio en que se emplea la palabra "efectos" como sinónima de mercancías - véanse los artículos 44 numeral 6o., 45 numeral 4o., 47, 56, 59 numeral 3o. 92 inciso lo. y numerales 3o. y 4o., 100, 102, 104 inciso 2o., 105, 109, 110, 111, 113, 114, 117, 118, 120, 345, 352, 354, 376, 377 No. 2, 793 No. 4; 795 No. 7 y 807 No. 5.

En nuestra terminología mercantil, la palabra "efectos", ha adquirido, además del significado general, uno particular que le ha dado la costumbre, sin preocuparse de precisar el por qué del mismo, ni sus alcances, los cuales no tienen otra norma que aquella que le ha sido otorgada por el uso mercantil. En cambio en la terminología jurídico-mercantil francesa, tiene la palabra efectos un significado preciso, distinguiéndose claramente de "mercadería" y entre "efectos de comercio" y "valores mobiliarios". Los efectos de comercio son consecuencia de una operación singular entre dos personas como por ejemplo la letra de cambio, el cheque, etc.; los valores mobiliarios son aquellos que se emiten en masa, tales como las acciones, las obligaciones, etc.

A la expresión "efectos" se le conceptúa a veces como sinónimo de "bienes muebles en general", tal es el caso del art. 795 No. 12 y los artículos citados anteriormente referentes al Contrato de Transporte Terrestre. Mientras que otras veces, quedan excluidas las mercaderías para hacer referencia únicamente a toda clase de títulos o documentos como en el art. 803 y en otras ocasiones, queda

más restringido el alcance de la palabra, para ajustarse al sentido del derecho mercantil francés, que la contrapone a "los valores", por ejemplo el artículo 804, que diferencia bienes, efectos, mercaderías, letras de cambio y pagarés.

El artículo 163 diferencia, las letras de cambio, los fondos públicos, los títulos de crédito y las mercaderías o géneros. El artículo 795 No. 9, los géneros de los créditos y valores de Comercio y el artículo 798 No. 2 hace diferencias entre bienes y valores.

Al referirme en el subtítulo que antecede a "efectos", me refiero a los efectos de comercio, entendiendo por tales, las cosas mercantiles; es decir, las cosas destinadas a ser objeto de circulación económica. Y al decir inscribibles en bolsa, quiero significar cuáles son las cosas mercantiles que son objeto de negociaciones en estos tipos especiales de mercado, que son las bolsas de Comercio.

Para el objeto de mi tema dividiré las cosas mercantiles, en productos o mercaderías y en valores o efectos.

La doctrina mercantil clasifica las Bolsas de Comercio, en Bolsas de Mercaderías o Productos, a las que se les denomina también "Lonjas" y en Bolsas de Valores.

El profesor Lorenzo Benito, en su obra "Manual de Derecho Mercantil", afirma: "que las palabras Lonja y Bolsa tienen un significado distinto. Considera como Lonja, aquella Casa Pública de Contratación en que de antiguo acostumbran los mercaderes y corredores a reunirse, para concertar más fácilmente sus operaciones; mientras que lo característico de la Bolsa, es ser la cosa de contratación, dedicada especial y principalmente a los valores y a los efectos públi-

cos, por eso, las Lonjas, o Bolsas de Mercaderías o de Productos, son instituciones creadas para facilitar la circulación de las mercaderías, en tanto que las Bolsas lo son, para facilitar la circulación de los valores. De allí la clasificación en Bolsas de Mercancías la cual es denominada en el derecho alemán "Produkten-börse" y "Bolsa de Valores", "Fondes-Börse".

Haré un somero examen de las Bolsas de Mercancías, ya que el objeto principal de mi tema son las Bolsas de Valores.

Al hablar sobre el concepto de las bolsas, hice referencia a que el objeto principal de las negociaciones que se realizaban en las Bolsas de Mercancías son los contratos de mercaderías de aceptación general.

El tráfico mercantil moderno, está dominado por contratos uniformes y estandarizados, es decir por contratos tipo.

El dominio del tráfico mercantil por este tipo de contratos - contratos uniformes y estandarizados - obedecen a imperativos o supuestos que ponen de relieve, cada vez más la decisiva influencia del factor económico en la formación y ulterior evolución de las instituciones jurídico-mercantiles. La tipificación de los contratos, hace desaparecer paulatinamente, el elemento personal en las relaciones comerciales, sustituyéndolo por un elemento objetivo y uniforme que permite la conclusión de los negocios en forma esquemática, por medio de breves fórmulas, cuando no de meras siglas, bien sea en bolsas o mercados, bien se realicen éstos por correspondencia, o valiéndose de la intervención de agentes mediadores, los que no necesitan discutir con sus clientes, las cláusulas de los contratos a celebrar, que ya son conocidas de antemano por éstos, en vista de

que se vienen repitiendo cotidianamente de modo uniforme. Como por ejemplo ventas de 200 Contratos "C" ó 100 Contratos "Santos 4" en la Bolsa de Café y Azúcar de N.Y., que respectivamente se refieren a cafés centroamericanos y brasileños. La discusión se limita a la simple fijación de los precios.

Las negociaciones mercantiles que se llevan a cabo sobre mercaderías o productos, son objeto de cualquiera de los contratos siguientes:

a) "El Contrato Spot".

Se entiende por "Contrato Spot", "Físico" o "Actual", la compraventa mercantil que recae sobre mercaderías o productos que existen al momento de perfeccionarse el contrato, las cuales están determinadas en el mismo; es decir que el contrato se refiere a mercancías que ya han sido producidas y se encuentran listas para ser entregadas al comprador. Las prestaciones de los contratantes en este tipo de contrato se reducen a que el vendedor debe entregar la mercancía y el comprador el precio.

b) Contratos de Embarque y Arribo.

Estos tipos de contratos pueden presentar las modalidades siguientes:

1- Cláusula "Sobre Embarque" (sur embarquement-su imbarco). Mediante esta cláusula, el vendedor asume la obligación de embarcar la mercadería en un plazo determinado, en uno o en distintos embarques, a elección del vendedor, para entregarla en el puerto convenido en el contrato. En este caso se trata de una venta de género y no de cosa cierta y determinada; en consecuencia el vendedor en caso de pérdida de la mercancía debe reponer en el momento de la en-

trega, las pérdidas, con otras mercancías del mismo género. El vendedor responde aun de la fuerza mayor y caso fortuito por la pérdida de la mercadería, ya que el caso fortuito únicamente le exonera de toda acción que incoara el comprador por retardo en la entrega y por los daños y perjuicios ocasionados por dicho retardo.

Este tipo de compraventa es una compraventa a término, al término del arribo de la mercancía al punto de destino. La obligación esencial del vendedor consiste en embarcar la mercancía en el tiempo fijado en el contrato. Resumiendo puede decirse, que la obligación del vendedor consiste en entregar el total de la mercadería vendida, no pudiendo entregarla por lotes, pero puede remitir la mercadería en varios embarques. Es la entrega de la misma - de la mercadería objeto del contrato - la que no se permite que sea parcial.

En este tipo de cláusula - en vista que es una compraventa de mercaderías de género - su tradición tiene lugar en el punto de arribo previa especificación de las mismas.

2- Cláusula "Sobre Navío Designado o a Designar". En este tipo de compraventa las obligaciones del vendedor son las siguientes:

a) la obligación del vendedor de embarcar las mercaderías sobre el navío designado y b) la de entregar las mercaderías en caso que éstas lleguen a su destino, por esta razón esta cláusula ha sido denominada de "Feliz Arribo". Es decir, que el contrato está sujeto a una condición suspensiva.

Por parte del comprador, éste no está obligado a recibir la mercancía que llegase a su punto de destino en un navío distinto del designado por el vendedor.

Con respecto a los riesgos de la cosa vendida, estos pesan

sobre el vendedor, en vista que la condición suspensiva no se ha producido y en consecuencia, el contrato no se perfecciona, ya que no ha habido tradición de la cosa y siguiendo el principio de que las cosas perecen para su dueño, debe de estimarse que en este caso el dueño de la mercadería es el vendedor, ya que la tradición de la cosa se verifica en el puerto de arribo de la misma. En la presente cláusula el vendedor siempre es responsable de la pérdida de la mercadería, aunque ésta puede atribuirse a fuerza mayor cuando esto se produce en caso de desembarque en un puerto distinto del pactado.

Por su parte el comprador está obligado a aceptar las mercaderías deterioradas, pero únicamente debe de pagar la cantidad de mercancías que recibe, en proporción al precio pactado. Si hay pérdida parcial de la mercadería, el comprador debe soportarla recibiendo las que llegasen a su destino.

A esta cláusula puede adjuntarse, la cláusula "Mercado Libre", por medio de la cual, el vendedor asume todos los riesgos que retrasen o impidan el arribo de la mercadería al punto de destino, salvo la pérdida del navío.

3- Cláusula F.O.B.

Las siglas F.O.B. equivalen a las palabras inglesas "FREE ON BORD" y a las francesas "FRANCO A BORD".

Al pactarse esta cláusula, la obligación del vendedor se reduce a entregar las mercaderías a bordo del medio de transporte que ha de conducir las al punto de destino convenido en el contrato. Es una compraventa en la cual los efectos de la misma se producen en el lugar de embarque. Este tipo de compraventa puede presentar las modificaciones siguientes:

a) F.O.B. - FRANCO A BORDO - Punto Indicado.

En este caso, el precio de la venta comprende únicamente los gastos de transporte del lugar en que se encuentran las mercaderías hasta el lugar de embarque. La obligación del vendedor consiste, en cargar las mercaderías por los medios de transporte internos - domésticos - que las lleven al punto de embarque donde van a ser remitidas al comprador.

Sobre el comprador recaen las pérdidas sufridas por las mercaderías posteriores al embarque, debiendo pagar éste los gastos de flete y tomar a su cargo el movimiento subsiguiente de la mercadería.

b) F.O.B. - FLETE PAGADO HASTA ...

Al pactarse esta modalidad, la obligación del vendedor consiste en pagar el costo del transporte de las mercaderías desde el punto en que las tiene el vendedor al puerto de salida, pero sin asumir ninguna responsabilidad por las pérdidas o deterioros que puedan sufrir las mercaderías objeto del contrato.

c) F.O.B. - VAGONES.

En este tipo de cláusula, el vendedor al cotizar el precio de las mercaderías, se entiende incluido en dicho precio, los gastos de transporte de las mercancías del lugar donde las tiene el vendedor, hasta el puerto de embarque, asumiendo el vendedor responsabilidad por los riesgos que sufran las mercancías, durante el trayecto comprendido desde el lugar donde éste las tiene hasta el puerto de embarque.

4- Cláusula F.A.S.

Las siglas F.A.S. equivalen a la frase inglesa "FREE ALONG

SIDE THE SHIP" y a la francesa "FRANCO-BORD".

Al estipularse esta cláusula, la obligación del vendedor consiste en poner las mercaderías al costado del barco y al alcance de las grúas del mismo. Es decir, que se diferencia con la cláusula F.O.B. en que en esta la obligación del vendedor, es ponerla a bordo del medio de transporte, ya sean vagones o lanchones o en el puente del barco o en sus bodegas. En cambio en la Cláusula F.A.S., la obligación del vendedor consiste en poner las mercancías en el muelle o en el lugar en que van a ser transportadas, siendo la operación de carga por cuenta del comprador, o del porteador según el caso.

En estos tipos de cláusulas a que me he referido, la tradición de las mercancías tiene lugar al momento de efectuarse el embarque, siendo en consecuencia las pérdidas o deterioros que éstas sufran por cuenta del comprador.

5- Cláusula C.I.F.

Las siglas C.I.F. son equivalentes a las palabras inglesas "Cost-Insurance-Freight". Estas siglas en el Derecho Mercantil Francés, se traducen en C.A.F. equivalentes a "Cost-Asurance-Fret". En ambos idiomas significan "Costo de la Mercadería", "Seguro de la misma" y "Flete".

Al pactarse la cláusula C.I.F., el precio estipulado, en la compraventa de mercaderías, comprende: a) el valor de ellas en el lugar de envío; b) la prima del seguro de dichas mercaderías y, c) el valor del flete, el que debe de entregarse al porteador por el transporte de las mercaderías hasta el punto de destino, es decir, al domicilio del comprador o al lugar que éste indique.

El vendedor le da entero cumplimiento a sus obligaciones,

al contratar el flete con el porteador, entregarle a éste las mercaderías y asegurarlas contra los riesgos del transporte hasta el punto de destino.

Los Usos Mercantiles de las principales plazas le dan los siguientes alcances a este tipo de cláusula:

El compromiso del vendedor se contrae a:

a) Llevar a cabo los contratos de fletamento y pagar los gastos de transporte de la mercadería hasta el punto convenido en el contrato,

b) Efectuar los contratos de Seguro de Transporte y pagar las primas correspondientes.

c) Hacer entrega al comprador o a su representante del conocimiento de embarque hasta el punto convenido, entregarle la póliza de Seguro de Transporte y el certificado negociable del mismo.

d) Asumir la responsabilidad por las pérdidas y deterioros que pueda sufrir la mercadería hasta el momento de entregarla al porteador; retirar el conocimiento de embarque, póliza de seguro y el certificado negociable de éste, con el objeto de entregárselos al comprador o a su representante. El vendedor no es responsable por la entrega de las mercaderías en el punto de destino, ni se compromete a coadyuvar con el comprador, en los reclamos que éste pueda tener contra el asegurador, como consecuencia de la pérdida o deterioros de la mercancía.

Las obligaciones del comprador se reducen a:

a) Asumir la pérdida o deterioro de las mercaderías, una vez que éstas hayan sido entregadas por el vendedor al porteador y hacer los reclamos por estos eventos directamente al asegurador,

de acuerdo con las condiciones de la póliza y no al vendedor.

b) Aceptar la entrega de las mercancías y sufragar los gastos de descarga, estiba, etc. en el punto de destino, de acuerdo con las cláusulas del Conocimiento de Embarque.

c) Pagar los derechos de aduana, gastos de bodegaje, de muelle, etc., cuando los haya.

Este tipo de cláusula tiene la ventaja a diferencia de las pactadas "SOBRE EMBARQUE", que no se determina en ella ningún plazo para la ejecución del contrato. Es decir, que el adquirente o comprador no tiene que esperar la llegada del transporte, para tener un derecho cierto y transmisible sobre las mercaderías adquiridas. La tradición opera o mejor dicho, surte efecto, desde el momento del embarque de las mercancías y el comprador por este hecho se convierte en propietario del lote especificado de mercaderías objeto de la venta.

El vendedor efectúa la venta en firme, antes de que se verifique el transporte, pudiendo librar una letra de cambio sobre el comprador, la que puede hacerla descontar y percibir el precio pactado. Asimismo, se evita los riesgos de pérdida o deterioro que puedan sufrir las mercancías durante el transporte. El comprador tiene la ventaja, que las mercancías adquiridas deben de ser entregadas por el vendedor al porteador, sin que pueda sustituirlas o reemplazarlas por otras - distintas de las pactadas. En esta forma puede determinar con exactitud, el precio de reventa de las mercancías, pues la suma pagada, al vendedor, representa las mercancías en bloque, comprendiendo el precio de la compra, el flete y el seguro. Este tipo de cláusula le permite seguir las variaciones del mercado y aprovechar las

modificaciones de los precios, haciendo la reventa de las mercancías en el momento más oportuno.

Cuando esta Cláusula adopta la modalidad "C.I.F., AND E", equivale a "Cost, Insurance, Freight and Exchange", que significa "Costo, Seguro, Flete y Cambio", el vendedor asume a su cargo cualquier gasto o riesgo del cambio, estabilizándose en esta forma, e l precio convenido en el contrato. Este contrato es previsor de los riesgos de las fluctuaciones monetarias, fenómeno corriente en los países de monedas suaves de Latinoamérica.

La cláusula C.I.F. puede presentar modalidades, las que se introducen por los llamados "Contratos Tipos", o estandarizados a que he hecho referencia, los que son elaborados por núcleos de comerciantes que operan con ciertas categorías de mercancías, como por ejemplo en Inglaterra la "LONDON TRADE ASSOCIATION" -"INCORPORATED", "OIL SEED ASSOCIATION", "TALLOW TRADE ASSOCIATION", "REFINED SUGAR ASSOCIATION", etc. En Francia: la "CAMBRE SYNDICALE DES GRAINS ET FARINES ET DE LA MEUNERIE DE PARIS": "CONTRATS DES CEREALISTES DE L'AFRIQUE DU NORD", "EXPORTAEURS DU MAROC A CASABLANCA", etc. etc. Ahora bien, hay que tener en cuenta que la cláusula CIF, es esencialmente una compraventa al embarque y que las cláusulas que tiendan a modificar el momento en que se verifica la tradición de la mercadería y como consecuencia la transferencia de los riesgos de la cosa vendida, pueden desnaturalizarla.

Las cláusulas modificativas pueden ser las siguientes: "Pago Contra Entrega de Documentos", "Documentos Contra Aceptación de Letra", "C.I.F. Flotante" o "at float". Este tipo de contrato es con-

veniente en el "coffee trade" o "mercado de café". En este caso se trata de mercancías ya embarcadas en contraposición a las que se hayan de embarcar, "C.I.F. Mercaderías, Sanas, Calidad Legítima y Mercantil", que tiene por objeto poner a cargo del comprador, los riesgos que las mercancías puedan sufrir antes del embarque. También puede combinarse con la concesión hecha al comprador de verificar las mercancías a su arribo.

Estas cláusulas son compatibles con la naturaleza de la cláusula C.I.F.

c) "El Contrato a Futuro"

En este tipo de contrato, el objeto de la venta son cosas futuras, es decir cosas que todavía no existen, pero que se espera que existan. La venta de cosa futura puede adoptar la modalidad de la venta de la suerte o de la esperanza. Este tipo de compraventa está reglamentado en la legislación salvadoreña por el artículo 1617 C. Al tratarse de la venta de cosa futura, la obligación del vendedor queda subordinada a que la cosa objeto del contrato llegue a existir, es decir, es una compraventa sujeta a condición. Este tipo de compraventa suele hacerse sobre productos agrícolas o pecuarios, tales como cosechas, maderas, crías de animales, etc.

La doctrina hace una distinción entre este tipo de cosas futuras y la que denomina "cosas futuras determinadas". En este tipo de compraventa - de cosas futuras determinadas - el vendedor al momento de llevarse a cabo el contrato, no posee la cosa objeto de la venta, pero debe de producirla para el comprador o adquirirla para entregársela a éste. En este caso no es una compraventa condicional, sino una compraventa a término, ya que puede preverse la

existencia, cantidad y calidad, del objeto del contrato, pero no el término o fecha de su entrega. Ahora bien, cuando el objeto del contrato es la suerte o la esperanza, no estamos en presencia de una compraventa condicional o a término, sino de una compraventa pura y simple. Es un Contrato Aleatorio, en el que el comprador toma a su cargo la existencia total o parcial de la cosa objeto del contrato y el vendedor tiene derecho a la totalidad del precio convenido, independientemente de la existencia de la cosa. Por ejemplo, la venta de cosecha futura, en la que se fija el precio a X por unidad de superficie, el que se pagará antes de conocer el resultado. En este caso es una venta pura y simple no sujeta a condición, que se perfecciona al momento de otorgar el contrato; como consecuencia el precio debe pagarse aunque la cosecha se pierda.

En el "Contrato a Futuro", el objeto de la venta, no es una calidad especial del producto, sino que el producto en sí, el cual debe de ser de cualquiera de los grados de calidad que han sido determinadas por los usos y costumbres mercantiles de la plaza de que se trate o en que deba de hacerse la entrega; como por ejemplo, ventas futuras de café del contrato "C" en la Bolsa de Café y Azúcar de Nueva York.

El Contrato a Futuro puede definirse de la siguiente manera: "Es la Compraventa mercantil por medio de la cual una de las partes - el vendedor -, se obliga a transferir, a la otra, - el comprador - y éste a pagar un precio fijo, una cantidad determinada de mercancías, de grado determinado, para ser entregadas en una fecha futura".

En las "Bolsas de Mercancías", las transacciones se realizan específicamente, sobre "Contratos de Futuros". En Bolsa, el ob

jeto de la negociación, no son los productos o las mercancías objetos del contrato, sino que el contrato en sí o sea el contrato mismo.

En las "Bolsas de Mercancías", se establecen Tipos de "Contratos de Futuros" y se clasifican en Contratos "A", "B", "C", etc. Estos contratos se refieren a los productos o mercancías que pueden ser objeto de negociación. Los productos se clasifican en "grados de calidad". De las distintas calidades, se extrae el promedio, que es el "grado base" o "tipo", que sirve de fundamento a las negociaciones en Bolsa. A este "grado base" o "tipo" se le fija un "precio base". Este precio, puede subir o bajar según que las calidades del producto sean superiores o inferiores al "grado base".

Cuando se realiza una compraventa en Bolsa, la determinación de la calidad de la mercancía objeto del contrato queda a discreción del vendedor, debiendo entenderse que el "grado" del producto a ser entregado por el vendedor como consecuencia del contrato, debe de ser de los determinados por el Reglamento de la Bolsa en que se realice la operación. El comprador está obligado, a aceptar el grado del producto que le entregue el vendedor; al pagar el precio hará las deducciones o pagará los premios correspondientes, de acuerdo con la calidad del producto entregado en relación con el "grado base" del mismo, que haya sido establecido por la Bolsa. Concluyendo puede decirse que existe una cierta relación de precio, entre el "grado base" fijado por la Bolsa y el grado específico de la mercancía objeto de la negociación. Por "grado base" entendemos, como dije anteriormente, aquel que se fija como promedio y que sirve para fijar el precio del producto. Hay grados superiores al base y que por consecuencia, tienen un reconocimiento en el precio, es decir, un pre

cio superior y grados inferiores que tienen por el mismo hecho un descuento del "precio tipo" correspondiente al grado base. Esta graduación es fundamental para el mecanismo y funcionamiento de las Bolsas de Mercancías.

En este tipo de Bolsas predominan las operaciones denominadas "Hedeing". El "Hedeing", es una operación de bolsa, por la cual se transfiere el riesgo especulativo, que va implícito en toda transacción mercantil, a otra persona, que lo asume a cambio de un precio y consiste en una compraventa de un contrato en bolsa, para entrega futura, cuya obligación correlativa, es la compraventa de una cantidad igual de mercancías diferentes que tiene un movimiento paralelo de precios, a la de la mercancía objeto del primer contrato.

Las partes contratantes, de las transacciones realizadas en las Bolsas de Mercancía, pueden liberarse de sus obligaciones comprando nuevamente el contrato que han suscrito, o un contrato similar al otorgado, pero desde luego, por la misma cantidad de Productos. En vista de que todos los contratos son entregados o vendidos a la Cámara de Compensación, que funciona necesariamente anexa a toda Bolsa de Mercancías, las personas que desean cancelar sus obligaciones, entregan a dicha Cámara un contrato igual al suscrito por igual cantidad. Pondré un ejemplo para aclarar los conceptos vertidos. Supongamos que un comerciante compra 100 sacos de café, en el mercado "Spot" y tiene contratos para entregas futuras en el mismo mercado "Spot", por 60 sacos de café; como consecuencia está en descubierto en 40 sacos, es decir, que no ha realizado operaciones de venta por la totalidad del café adquirido. Para protegerse de este

descubierto, vende en bolsa un "Contrato a Futuro" que corresponde a los 40 sacos en los cuales está al descubierto. Una vez que el comerciante compre mayor cantidad, venderá esa cantidad en Bolsa. Por el contrario, cuando realice la operación de la venta en el mercado "Spot", cancelará en la Bolsa la misma cantidad que ha vendido, simplemente comprando un "contrato a futuro" por la cantidad que de sea cancelar. Esta operación se denomina "cobertura de bolsa".

Una de las características esenciales de las Bolsas de Mercancías como se dijo al principio, consiste, en que de la mayoría de las transacciones 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 ser 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 Cámara de Compensación, que se ocupa de saldar las operaciones, en el momento que vendedores y compradores lo deseen.

Para ilustración de lo anteriormente dicho, 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 transacciones sobre mercancías en los Estados Unidos de Norte 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.

Otra característica de las Bolsas de Mercancías, es que és

tas, no comercian directamente, sino que ponen a disposición de las personas que realizan estas transacciones, las facilidades necesarias para que puedan llevarlas a cabo.

El mecanismo de las bolsas de mercancías, es tan complicado, que por lo regular se establecen comités que tienen a su cargo la dirección de los distintos aspectos que se presentan en Bolsa. Uno de estos comités es el "Comité de Arbitraje", el cual puede ser optativo u obligatorio según el régimen que haya adoptado la Bolsa.

Este Comité tiene por objeto dirimir las diferencias que puedan surgir entre los corredores autorizados para operar en Bolsa. De las resoluciones dadas por el Comité de Arbitraje, siempre se concede apelación para el Comité de Apelaciones, que es otro de los organismos de la Bolsa de Mercancías.

Otros de los organismos de la Bolsa es el "Comité de Cotizaciones", que es el encargado de dirimir cualquier diferencia que se suscite durante las sesiones de bolsa. Se reúne diariamente para hacer un resumen de las cotizaciones y dar la cotización oficial de los productos al público en el boletín que publica.

Otro de los organismos básicos de las bolsas de mercancías son los Comités de Información y Estadística. En las bolsas de Mercancías, las diferencias de cotización son de centésimos de centavo, es decir, que uno a cien puntos, equivalentes a la unidad del centavo, para evitar que las fluctuaciones perjudiquen la economía de los países, en vista del gran número de operaciones que se realizan. Por ejemplo, los Reglamentos de la Bolsa de Café y Azúcar de Nueva York no permiten que la cotización de los productos suban o bajen más de 200 puntos, equivalentes a 2 dólares en la sesión de un día.

El complemento de la Bolsa de Mercancías es la "Cámara de Compensación", conocida en el derecho inglés y norteamericano, con el nombre de "Clearing House". La función de la Cámara de Compensación, se concreta a compensar los débitos y los créditos de los distintos acreedores y deudores, es decir, de los comisionistas o agentes de cambio y bolsa, que realizan sus operaciones en la Bolsa de Mercancía. La Cámara de Compensación funciona de la siguiente manera. Al terminar la sesión del día; los comisionistas y agentes de cambio y bolsa, que han estado realizando sus operaciones, sobre los "Contratos de futuro", hacen entregar para la ejecución de los mismos, a la Cámara de Compensación. En vista de que la Cámara asume responsabilidad por el cumplimiento de los contratos, se garantiza en caso que los interesados no cumplan, por medio de los llamados "Márgenes Originales", los que se aplican primordialmente a los "contratos abiertos", con lo cual quiero significar aquellos que no han sido cubiertos por la operación de "Hedging". Los "márgenes" son fijados por las regulaciones y reglamentos de cada bolsa, y deben depositarse en dinero después de entregarse el "Contrato a la Cámara". Los comisionistas y agentes de cambio y bolsa, no se liberan de sus obligaciones por el hecho de entregar los contratos para ejecución, en la Cámara de Compensación. La naturaleza jurídica de esta operación, es la de un contrato sui-géneris que participa de las características de la compraventa y del mandato mercantil.

De todo lo dicho anteriormente, se concluye que los efectos inscribibles en las Bolsas de mercancías, son los productos y las materias primas. Esta inscripción surte efectos y los hace susceptibles de negociación en Bolsa, desde que han sido incluidos en las graduacio

nes que establecen los reglamentos de las bolsas y al mismo tiempo en los muestrarios que se llevan al efecto. Asimismo son efectos inscribibles de las Bolsas, los contratos sobre esas mercancías generalizadas, una vez de que han sido registradas en bolsa.

Los objetos sobre los que recaen las negociaciones en las Bolsas de Valores, son los valores mobiliarios y los Derechos que de estos Valores se derivan, es decir, que los efectos de comercio o cosas mercantiles, objeto del Tráfico en los mercados de Valores, es la Riqueza Mobiliaria. Ahora bien, ¿qué se entiende por riqueza mobiliaria?

A este respecto ha dicho M. Paul Leroy-Beaulieu: "La palabra riqueza mobiliaria, evoca la idea de capitales circulantes disponibles, como sumas de dinero, de efectos de comercio renovables, de aprovisionamientos de mercancías, de cosas fungibles. Pero la mayor parte de esta riqueza, llamada mobiliaria, no es más que la riqueza inmobiliaria representada por títulos que pueden, con mayor o menor facilidad, ser comprados o vendidos".

M. Neymarck al referirse a los valores mobiliarios, se expresa en los términos siguientes: "El valor mobiliario, ha sido uno de los principales instrumentos de la evolución económica y social del siglo XX. En nuestra sociedad, su papel ha sido el de vivificar y fecundar por el crédito todas las fuentes de la actividad humana. El comercio de los valores mobiliarios no ha devenido, en suma, a ser más que el comercio del capital, más esencial que el de las materias primas, porque con el dinero se puede lograr carbón, algodón, mineral, trigo, todo lo que es indispensable al trabajo, como a la subsistencia y a la vida, mientras que ninguna materia puede reemplazar

el capital".

En mi concepto debe de entenderse por riqueza mobiliaria, los valores mobiliarios. Los valores mobiliarios desempeñan la función de circulación del derecho de propiedad y del crédito. Ya sea que éstos se tengan sobre bienes muebles o inmuebles; siendo representado este derecho por títulos o documentos. El documento representa derechos corporales o incorporales y obtiene de dicha representación su valor o estimación por el público.

La movilización del derecho de propiedad y su representación a través de los valores mobiliarios es la más importante innovación del Derecho Mercantil, porque permite movilizar con facilidad y fluidez el capital, transferir la riqueza y utilizar plenamente los fondos de inversión.

Como consecuencia de la aparición de los valores mobiliarios, surgió un nuevo objeto del tráfico mercantil, un tipo de mercancía unificada en la especie, emitida en masa y destinada al público, cuya función principal no es el consumo, sino que volver al mercado para distribuirse nuevamente entre el público que la adquiere. La característica de este nuevo objeto del tráfico mercantil, que consiste en la consecución de volúmenes de venta en masa, creó el comercio de valores mobiliarios, que ante las necesidades del tráfico que presentaban, dio vida a un órgano específico de este tipo de mercado: la Bolsa de Valores, concebida en sentido económico moderno.

Esta riqueza mobiliaria está representada por documentos, los cuales son designados por la doctrina mercantil con las palabras "Títulosvalores" o "Títulos de Crédito", y poseen grandes facilidades para su transmisibilidad. La negociabilidad de que gozan los valores

mobiliarios, facilita la conversión de sus títulos en dinero en efectivo, a precios que representan la opinión pública preponderante en un momento determinado.

Debe de aclararse, que también son valores mobiliarios, los derechos representados por títulos negociables circulantes, tales como la Letra de Cambio, el Billeto a la Orden, etc., que tienen un papel económico diverso que el de los títulos que representan la riqueza mobiliaria, los cuales son emitidos en masa, es decir, unificados en su especie.

En las Bolsas de Valores, aun cuando no de carácter exclusivo, los efectos sobre los cuales se negocia son los títulosvalores o títulos de crédito. Estos títulos son los que constituyen la materia más importante de los efectos con que se opera en la bolsa, por el número de operaciones que se realizan, por el importe de dinero en efectivo que representa, por las distintas especies de los mismos y por las negociaciones que en este tipo especial de mercado se concertan.

Pero no todos los citados valores constituyen materia adecuada de las operaciones típicas bursátiles, aun cuando sean objeto de operaciones que se concerten en Bolsa. Para que estos títulosvalores o títulos de crédito, o aquellos títulos que representan partes individuales de una propiedad colectiva o de derechos resultantes de una operación de crédito llevada a cabo con alguna persona natural o jurídica, tengan plena utilidad, es necesario que el público con capacidad de ahorro, sepa donde encontrarlos y que estos títulos confieran los mismos derechos y estén representados por documentos emitidos en masa, con las mismas características y que posean el mismo valor. En esta for

ma los títulos tienen el carácter de fungibles, o sea que pueden ser reemplazados los unos por los otros y tienen además un valor genérico el que es determinado por su número, es decir por sus características.

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 de 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.

Francisco Guijarro Arrizabalaga se expresa de la siguiente manera al referirse a los valores mobiliarios: "Son unidades de situación jurídica de socio o acreedor por razón de un empréstito, que ofrecen como características sustanciales:

- 1) El formar parte de una serie de unidades de igual carácter en cuanto a los derechos y obligaciones de ellas derivadas;
- 2) El servir, por ello, de módulo mediante el que se gradúan.

los derechos y obligaciones dimanantes del negocio jurídico básico;

3) El conferir a su titular el derecho a que se le extienda un títulovalor, cuyo régimen funcional una vez extendido, condiciona la transferibilidad esencial de aquellas situaciones, así como el ejercicio de aquellos derechos y el cumplimiento de dichas obligaciones".

Refiriéndose a los títulos representativos de la riqueza mobiliaria, Agustín Vicente y Guella dice: "Estos títulos son así portadores del valor - papeles valores - y como tales son estimados como títulos de crédito. Trozos de papel al que se incorpora una obligación de carácter económico; tiene pues, un valor no "per se" pero sí representativo, se trata en definitiva de una cosa mercantil apta para ser objeto de todos los negocios jurídicos que recaen ordinariamente sobre la totalidad de los bienes in commercium".

Estos conceptos, se han dado para aclarar la situación del valor mobiliario bursátil, porque por ejemplo, la participación de una persona en una sociedad colectiva o comanditaria, tiene también la característica de valor mobiliario, pero no la podemos considerar como un valor mobiliario típico de contratación bursátil por las razones siguientes: en las sociedades de personas, como es el caso de la sociedad colectiva o de la sociedad en comandita simple, todos los asociados otorgan el contrato social que es el título que acredita sus derechos de socio en la sociedad. La cesión de su derecho como socio supone necesariamente el consentimiento de los socios restantes, en vista que en una sociedad de personas el contrato por medio del cual se funda, se otorga "entuitopersona", es decir, en consideración a las cualidades de la persona del socio, y además el otorgamiento de un nuevo contrato social por parte del cesionario de ese derecho el cual

vendrá a ser el título del nuevo socio.

Resumiendo podemos decir, que únicamente son valores mobiliarios bursátiles los títulos o documentos procedentes de una misma emisión en masa y en serie, que posean las mismas calidades y que otorgan los mismos derechos y constituyan cosas fungibles que puedan tener un curso de cambios común.

Considerada bajo estos aspectos la Bolsa, es el instrumento de financiación de los nuevos tipos de producción. Es el instrumento central para calcular los rendimientos en la economía capitalista y su existencia sólo es imaginable en este tipo de organización económica. El propósito fundamental de una bolsa de valores es el de constituir un mercado permanente para el intercambio de títulosvalores o títulos de crédito.

Siguiendo este orden de ideas, Kostolany se expresa de la siguiente manera: "El mejor elemento de las inversiones dinámicas de los tiempos modernos lo constituyen las acciones y las obligaciones".

De lo dicho en los párrafos que anteceden se concluye claramente, que los efectos inscribibles en las bolsas de valores, son los títulosvalores o títulos de crédito. No obstante las regulaciones sobre bolsas de los diversos países o mejor dicho los reglamentos de las bolsas, incluyen como objeto de las negociaciones que en ella se realizan y que son autorizadas por la misma, además de los títulosvalores o títulos de crédito, otras clases de cosas mercantiles o valores.

La prescripción de que valores pueden y deben ser admitidos en bolsa para ser incluidos en la "cotización", es de gran importancia, pues representan el aspecto jurídico principal de la contratación de e-

fectos de comercio en las bolsas de valores, ya que sería inoficiosa la ordenación del funcionamiento de la misma sino se llavara al mercado, la seguridad de que los documentos que constituyen el objeto de las negociaciones son efectivamente, títulos representativos del valor que se les atribuye. La regulación del mercado de valores no ha de limitarse a la ordenación de sus operaciones; para que esta reglamentación sea efectiva, es indispensable reglamentar el uso de los instrumentos que intervienen preferentemente en las operaciones de bolsa, tales como la moneda y los valores.

Dos son los aspectos jurídicos que debe de analizar el organismo bursátil para poder admitir los valores mobiliarios a cotización: a) la facultad de emisión y b) la confirmación.

a) La facultad de emisión, se refiere a la capacidad legal que tiene la persona emisora para lanzar al mercado dichos títulos en caso que sea una persona natural el emisor y además el estudio de las cláusulas que rigen los lazos vinculares en caso de que se trate de una persona jurídica. Tratándose de una persona jurídica, debe de estudiarse el instrumento constitutivo de la misma y su régimen económico contable, que es el balance, el que debe representar la situación financiera del emisor al momento de hacerse la solicitud de inscripción en Bolsa.

De dicho análisis puede establecerse, si la emisión de que se trate, ofrece las garantías suficientes para la concurrencia del ahorro, ya que la función de la bolsa no debe limitarse únicamente a dar salida de títulos al mercado de valores, sino que estudiar la realidad jurídico-económica de la persona que va a lanzar dichos títulos al mercado, para que sirvan la ley económica de la oferta y la demanda.

b) La confirmación, es la autorización que otorga el organismo bursátil para que los valores mobiliarios y las personas o entidades emisoras gocen de las ventajas y beneficios de la cotización en bolsa.

Para la entidad emisora, la inscripción de sus valores les otorga a éstos mayor negociabilidad, resultando como consecuencia una más amplia distribución de los mismos, concediéndoles valiosa publicidad para la adquisición de dichos valores por el público y obteniendo como consecuencia la firmeza del mercado de los mismos. Esta inscripción da una valorización más efectiva a los valores emitidos, lo que ayuda al ente emisor para determinar el precio de oferta adecuado al hacer nuevas emisiones de valores y al mismo tiempo para fijar el valor en cambio de los mismos, en caso de una fusión o una consolidación.

Al inscribir los valores en bolsa, se obtiene el objeto primordial, el que consiste en conseguir la negociabilidad de los mismos, otorgando por este hecho ventajas tanto para el inversionista como para el ente emisor, ya que un valor inscrito en bolsa puede ser comprado o vendido en la misma, en vista que el valor del instrumento es mejor conocido y es en la bolsa el lugar donde puede obtenerse mejor precio por él. El tenedor de dichos valores puede darse cuenta de los movimientos y fluctuaciones de los valores y realizar negociaciones al alza o a la baja, según sea su conveniencia. Otra de las ventajas de la inscripción de los valores en la bolsa, es que aumenta el valor de garantía colateral que pueden tener éstos en un contrato de crédito.

Son estos conceptos, de facultad de emisión y de confirmación los que dan firmeza y garantía al concepto de títulovalor o título de cré

dito, porque los posibles tenedores de dichos títulos saben que sus derecho y sus patrimonios han sido amparados, desde el momento que el organismo bursátil ha controlado la legalidad y la fuerza económica del ente emisor, es decir, que se garantiza la relación de título a valor. Siendo el ahorro nacional el conjunto de tenedores de dichos títulos, se da como consecuencia solidez a la economía nacional.

Concluyendo podemos decir que la responsabilidad en la emisión de valores, principalmente en la admisión a cotización de los mismos, recae en la actividad tuteladora-fiscal del organismo bursátil, ya que en la autorización de la salida de valores a cotización, descansa la confianza del público inversor.

Como dije en los párrafos que anteceden, las disposiciones legales de las distintas Bolsas, consideran efectos inscribibles en ellas, no únicamente los valores mobiliarios o títulosvalores o títulos de crédito, sino que otra clase de efectos de comercio, así por ejemplo tenemos que el art. 67 del Código de Comercio Español establece las disposiciones siguientes: "Serán materia de contrato en bolsa:

- 1) Los valores y efectos públicos.
- 2) Los valores industriales o mercantiles, emitidos por particulares o empresas legalmente constituidas,
- 3) Las letras de cambio, libranzas, pagarés o cualquier otro valor mercantil.
- 4) La venta de metales preciosos, amonedados o en pasta.
- 5) Las mercaderías de todas clases o resguardo de depósitos.
- 6) Los seguros de efectos comerciales contra riesgos terrestres o marítimos.

7) Los fletes y transportes, conocimientos y cartas de porte.

8) Cualesquiera otras operaciones análogas a las expresadas en los números anteriores, con tal que sean lícitas conforme a la Ley"

Pero de conformidad con el art. 65 del Código citado, se establece la distinción de lo que puede ser materia de contrato en bolsa y lo que puede ser incluido en las cotizaciones, cuando su negociación se haya autorizado, que es una distinción que aclara los conceptos, ya que una cosa son los contratos bursátiles y otra los contratos que pueden celebrarse en bolsa sin que sean de los que merezcan dicha clasificación. A este respecto Garrigues se expresa en los términos siguientes: "Lo que califica los contratos bursátiles, no es el hecho que se concierten o cumplan en bolsa, sino que lo sean con las condiciones y requisitos preestablecidos para ser incluidos en la cotización: es decir, para que contribuyan a la formación del precio que se refleja en las actas de cotización y que sale al público por medio del boletín oficial".

El artículo 70 de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares mexicana dispone: "Serán materia de contratación en bolsa:

1) Los valores y efectos públicos;

2) Los títulos de crédito y los valores o efectos mercantiles emitidos por particulares o por instituciones de crédito, sociedades o empresas legalmente constituidas;

3) Los metales preciosos, amonedados o en pasta".

El artículo 72 de la citada Ley establece: "que para obtener la inscripción de los demás títulos o valores a que se refiere la fracción segunda del art. 70, se requerirán las siguientes condiciones:

1) Que el valor haya sido debidamente emitido por una empresa legalmente constituida o por persona con autorización para hacer las emisiones.

2) 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;

3) Que la empresa, cuyos valores estén inscritos en la Bolsa informe anualmente su estado financiero, mediante balances certificados por contador público titulado, con especificación de datos sobre pérdidas y ganancias;

La inscripción podrá ser pedida por quien hace la emisión de los valores o por cualquiera de los miembros de la Bolsa, aun sin consentimiento del emisor".

El reglamento de la Ley General de Instituciones de Crédito Mexicana, en el artículo 10, numeral 1 dice: "que las sociedades que se organicen para operar como Bolsas de Valores sólo podrán tener por objeto:

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

El art. 61 del Código de Comercio de Venezuela establece:

"En las Bolsas deberán de ser admitidos a cotización:

1o) Los títulos de deuda pública nacional.

2o) Los títulos de crédito de sociedades privadas, garantizadas por la nación.

3o) Los títulos emitidos por sociedades anónimas nacionales, legalmente constituidas".

El artículo 62 del citado Código establece: "para admitir a la cotización títulos o valores extranjeros es necesario que sean cotizables en Bolsas extranjeras y que informe favorablemente la Cámara de Comercio respectiva".

Y el artículo 66 del mismo Código dice: "El resultado de las negociaciones y operaciones verificadas en la Bolsa determina el curso del cambio, el precio de las mercaderías, de los seguros, fletes y transportes por tierra o por agua, de los efectos públicos y, en general, de todas las especies cotizables en Bolsa".

El artículo 11 del Decreto -Ley número 2969 de 1960 de la República de Colombia, establece: "Mediante los requisitos que determinen los reglamentos, será objeto de operaciones de bolsa, previa su respectiva inscripción, la compraventa de los siguientes valores:

- 1) Bonos y otras obligaciones emitidas por entidades de derecho público y establecimientos oficiales o semioficiales;
- 2) Bonos y otras obligaciones emitidas por gobiernos extranjeros;
- 3) Acciones y bonos emitidos por sociedades comerciales legalmente constituídas;
- 4) Acciones, títulos de participación, cédulas hipotecarias, bonos de garantía general y de garantía específica y otras obligaciones emitidas por establecimientos de crédito legalmente autorizados;
- 5) Pagarés y letras de cambio garantizadas por establecimientos bancarios;
- 6) Metales amonedados en barras y divisas extranjeras en cuanto lo permitan las disposiciones legales;
- 7) Los demás valores de la misma naturaleza, de los expres-

dos, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores".

El artículo 3o. del mismo Decreto-Ley establece: "Las bolsas de valores funcionarán en locales suministrados por los respectivos empresarios y cumplirán oficialmente las siguientes funciones:

1) Inscribir, previo el cumplimiento de los requisitos legales, títulos o valores para ser negociados en Bolsa".

En los Estados Unidos de Norte América, el mercado de valores está reglamentado por el "Securities Act" de 1933 y el "Securities Exchange Act" de 1934. En el "Securities Act" de 1933 se eximen ciertas categorías de valores de la inscripción que deben de hacer para ser objeto de transacciones en Bolsa. Dichas excepciones son las siguientes:

1o) Obligaciones del gobierno de los Estados Unidos; bonos de los territorios.

2o) Bonos y obligaciones estatales y municipales.

3o) Valores emitidos por ferrocarriles y otros medios de transporte, sujetos a reglamentación federal.

4o) Certificados de síndicos y fideicomisarios, emitidos previa aprobación judicial.

5o) Emisiones que importen menos de \$ 300.000 y que hayan cumplido con las normas establecidas por la Comisión.

6o) Valores de asociaciones y bancos de ahorro y préstamos.

7o) Valores emitidos en sustitución de antiguos valores como consecuencia de una reorganización o recapitalización.

8o) Emisiones en vigencia sólo dentro de un Estado.

9o) Valores vendidos mediante colocación privada.

Además hay ciertas transacciones que están exentas de las regulaciones del "Securities Act" de 1933, tales como:

1o) Transacciones que se lleven a cabo sobre nuevas emisiones, no por conducto de un suscriptor, sino por una oferta pública.

2o) Transacciones realizadas por personas que no sean emisores, suscriptores o tratantes.

3o) Transacciones de corretaje, ejecutadas por órdenes de clientes no solicitadas en bolsa.

Ahora bien, cuando se trata de emitir nuevos valores al público, debe de solicitarse su inscripción en Bolsa. De acuerdo con el "Securities Act" la solicitud de inscripción debe de resolverse a más tardar dentro de los 20 días de ser presentada. El solicitante debe de proporcionar la información siguiente:

1o) Propósito de la emisión.

2o) Precio al que se ofrecerá al público.

3o) Precio al que se ofrecerá a grupos especiales.

4o) Indicar cualquier acuerdo de opción de compra que se haya otorgado.

5o) Cargos por promoción.

6o) Utilidades por suscripción.

7o) Productos netos para la compañía.

8o) Remuneración de funcionarios que cobren más de \$25.000 anualmente.

9o) Indicación de cualquier contrato extraordinario, como participación de utilidades para la administración.

10o) Manifestación detallada de capitalización.

11o) Balance detallado.

12o) Declaración de ganancias detalladas para los 3 años anteriores.

13o) Nombres y direcciones de funcionarios, directores y suscriptores.

14o) Nombres y direcciones de accionistas que poseen más de 10% de cualquier clase de acciones.

15o) Copia del acuerdo de suscripción.

16o) Copia de opiniones legales.

17o) Copia de las cláusulas de la escritura constitutiva de la sociedad anónima o asociación.

18o) Copia de escritura relacionada con las nuevas emisiones.

La "Securities Exchange Act" de 1934, establece como requisito para inscripción de valores que debe de llenar el solicitante, los siguientes; principalmente en la sección 12o. de dicha disposición legal:

1o) La organización, estructura financiera y naturaleza del negocio de la entidad emisora.

2o) Los términos, posiciones, derechos y privilegios de las distintas clases de sus valores.

3o) Los términos por los cuales los valores van a ser y fueron durante los 3 años anteriores, ofrecidos al público o en el mercado sobre el mostrador.

4o) Los nombres de los directores, funcionarios y suscriptores y de cada uno de los tenedores de valores registrados de más del 10% de cualquier clase de valor emitido por la compañía, su remuneración, sus intereses en los valores y sus contratos materiales con el emisor y con cualquier persona que directa o indirectamente controla o es controlada por estar en relaciones de control directo o indirecto con el emisor.

5o) Remuneraciones a otras personas no directores y funcionarios por más de \$ 25.000 anuales.

6o) Convenios de bonificaciones y participaciones de utilidades.

7o) Contratos de administración y servicios.

8o) Opciones existentes o por crearse con respecto a los valores a emitirse.

9o) Balances y estados de pérdidas y ganancias para no menos de 3 años fiscales anteriores, certificados por contadores públicos independientes.

10o) Escrituras de fideicomiso, contratos de suscripción, cláusulas de la escritura constitutiva y otros documentos o convenios que puede solicitar la Comisión.

11o) Cualquier otra información financiera que sea requerida por la Comisión de valores y Cambios Federal".

Además de estas disposiciones legales, con relación a los efectos inscribibles en las Bolsas y que establecen como condición específica, que para ser objeto de negociaciones en Bolsa se requiere, la inscripción en el organismo buratóil, las Bolsas de Valores, establecen los requisitos que deben de llenar los valores y los entes emisores para ser admitidos a su cotización, es decir, para considerarse valores inscritos en Bolsa. Estas reglamentaciones se tratarán en el capítulo V.

De todo lo anteriormente dicho concluimos, lo que dije al principio, que los efectos inscribibles en las bolsas de valores son los títulos de crédito o títulosvalores, preferentemente sobre cualquier otros objetos, no obstante que las reglamentaciones, tal como se ha

demostrado establecen que son objeto de negociación en Bolsa otro tipo de valores que no sean títulos de crédito o títulosvalores.

CAPITULO SEGUNDO

Clases de Operaciones en Bolsa. - Como se fijan los precios en el Tráfico Bursátil. - El Contrato de Compraventa Mercantil como regulador de las Operaciones Bursátiles. - Los Contratos Bursátiles: Concepto, Clasificación y Naturaleza Jurídica. - Las formalidades de los Contratos Bursátiles y los Efectos de la Mora.

CLASES DE OPERACIONES DE BOLSA

El fundamento de la actividad de la Bolsa, es la inviolabilidad de la palabra dada: "Doy", "Tomo". Confianza, seguridad y honradez son las características de sus transacciones. Su reglamentación se fundamenta en esta inviolabilidad de la palabra dada, plasmándose en aquellas palabras que siguen a toda negociación grande o pequeña. En consecuencia debe de haber garantía suficiente de que todo partícipe en la negociación de bolsa sea merecedor de crédito. Sólo en base de la consideración de que el otro contratantes merece crédito, pueden fijarse las condiciones del negocio y la formación del precio.

En un solo día, miles de títulos cambian de mano por el simple cruce de las palabras anotadas. Convenida una operación, independientemente de la marcha subsiguiente del mercado, esta se ejecuta, se cumple inexorablemente, sin que a ninguno de los contratantes le sea lícito anularla o rescindirla.

En este sentido, la función económica de la Bolsa es importan-

tísima, en vista que permite que las negociaciones comerciales se realicen con mayor rapidez y regularidad, como consecuencia del contacto permanente entre vendedores y compradores, cuya especialidad consiste precisamente en las operaciones que realizan. En esta forma, la agrupación de la oferta y la demanda y la reunión de los datos relativos a una y otra, tienden a establecer el equilibrio entre ambas.

La Bolsa de Valores Mobiliarios, respondiendo a su característica esencial, como lugar de transacciones al que acude el público interesado en los valores mobiliarios - como objeto de inversión o especulación en su caso - requiere que la estructura del tráfico del negocio, beneficie no sólo a los traficantes activos en bolsa, sino a todo el público interesado en la posesión y transmisión de los valores mobiliarios. El Derecho Bursátil debe de cuidar de la escrupulosa fijación de los precios y de los valores que pueden ser admitidos a negociación, a través de un régimen de máxima publicidad. En el interés del público que no forma parte integrante o permanente de la bolsa, está el fundamento jurídico de la sumisión al Derecho de Bolsa, el que se forma por la periodicidad y la multiplicidad de sus habituales operaciones que facilitan la formación de los usos mercantiles, como normas integrantes de las operaciones bursátiles; es decir, que se convierten en Usos Normativos al tenor del artículo 2 del Código de Comercio.

Al referirme a las Bolsas de mercancías hice mención que el tráfico mercantil moderno, estaba dominado por contratos uniformes y estandarizados, por contratos tipo. Este fenómeno se presenta con características relevantes en las Bolsas de Valores, en vista que

las operaciones que en ellas se realizan, se concertan y forman, aceptando normas y condiciones preestablecidas, por los Reglamentos de las Bolsas y por los usos normativos bursátiles a que me he referido. Estas condiciones se consideran como estipulaciones especialmente convenidas en cada operación, sin necesidad de expresa o especial mención; se dan por previamente conocidas y acceptatadas por parte de los contratantes como elementos consustanciales, convirtiéndose los contratos bursátiles en contratos de adhesión, - contratos tipo -. Lo que caracteriza la formación de 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 concertan las operaciones de compraventa de títulosvalores o títulos de crédito.

Uno de los principios básicos que debe prevalecer en las operaciones que se realizan en las Bolsas de Valores y en su reglamentación, es sustraer los valores objeto de negociación en bolsa, del dominio de las normas de reivindicación. Los valores negociados en bolsa, pasan al dominio del comprador, no estando sujetos a reivindicación por su primitivo dueño, a menos que al tiempo de verificarse la transacción, estuviese impedida su libre negociación en la debida forma. Por ejemplo tratándose de acciones emitidas por Sociedades Anónimas, el artículo 258 del Código de Comercio dispone: "que al extraviarse o perecer una acción o el resguardo provisional de la misma y el pacto social no dispusiere otra cosa, éstas - las

la misma clase y que justificada esta circunstancia no estará el poseedor obligado a restituir la cosa".

Las operaciones de bolsa, son aquellas negociaciones reguladas por los Usos Normativos Bursátiles. La compraventa de títulosvalores o títulos de crédito bursátiles y los derechos derivados de los mismos, es la operación típica de las que se concertan al amparo del Derecho Bursátil, quedando consecuentemente sujetas a ese Derecho Consuetudinario y a los principios generales mercantiles que regulan la enajenación de títulos que representan la riqueza mobiliaria - títulosvalores o títulos de crédito.

La compraventa de los valores mobiliarios, es un contrato por medio del cual el vendedor se obliga a procurar al comprador el disfrute del derecho que del documento que representa el valor mobiliario se deriva; pero no se trata únicamente de la enajenación de un derecho, sino de la cosa material, es decir, del título, teniendo como consecuencia el vendedor la obligación de efectuar la entrega del documento, otorgando por este medio al comprador la propiedad del título representativo.

En consecuencia, la compraventa de un títulovalor o título de crédito, no consiste en la venta de una cosa material ni en la de un derecho, sino que debe de estimarse como dice Schewezin "que se trata de la enajenación, de un derecho vendido como si fuere una cosa material". No es pues una simple compraventa de bienes muebles, ni una cesión de créditos, ya que el comprador únicamente adquiere un derecho real sobre los títulos, hasta el momento que los recibe, no bastando el simple acuerdo de voluntades, en vista que es de la esencia de los títulos representativos de la riqueza mobiliaria, el que el

derecho se incorpore al documento y que la circulación tenga lugar mediante la entrega de los mismos.

La forma en que se realizan los actos es esencial en la operación bursátil; su fundamento es la publicidad y la constancia documental, la que permite al interesado comprobar en cualquier momento, las condiciones en que se llevó a cabo la negociación.

Las operaciones de bolsa sobre valores bursátiles son compraventas hechas por medio de un agente mediador según la reglamentación, usos y costumbres de la Bolsa, la que recae sobre títulos "ingenerere" y no sobre títulos individualizados por sus números.

Desde el punto de vista económico, puede decirse que las operaciones de bolsa, son los instrumentos que utiliza el inversor potencial para colocar el dinero en efectivo, producto del ahorro.

La palabra "inversión" tiene dos acepciones, ya sea que se le tome desde el punto de vista del inversionista o sea en sentido general o financiero y en sentido económico.

Desde el punto de vista del inversionista, o sea quien suministra el capital, una inversión, es la acción de comprometer fondos actuales con el propósito de obtener de ellos ingresos futuros. El ingreso futuro puede ser una ganancia en forma de interés, dividendos, renta, utilidades o un aumento en el valor mismo del capital. El cambio de fondos actuales por fondos futuros o la esperanza de obtenerlos, es una inversión desde el punto de vista del inversionista o financiero.

Desde este punto de vista, - del inversionista o sea el financiero -, no tiene importancia que el dinero ahorrado o invertido sea destinado a una finalidad "productiva" en sentido económico. Lo principal es que los ahorros estén destinados a comprar ganancias futuras.

En sentido económico el término "inversión", implica la formación de capital nuevo y productivo, en forma de nuevas construcciones, nuevos equipos de producción duraderos, o existencias adicionales del mismo. Bajo este punto de vista, las inversiones ocurren principalmente en empresas industriales y mercantiles. Forman parte integral del producto nacional bruto, entendiéndose por tal, el valor de todas las mercancías y servicios producidos en un país, en un período determinado o su equivalente; el gasto total por mercancías y servicios.

Quien se encuentra en posesión de fondos disponibles, tiene planteado el problema de su colocación, es decir, de su "inversión" tomando esta palabra en su acepción financiera. El móvil general de todo inversor potencial, es obtener una compensación en forma de dinero por su entrega de capital.

Los objetivos fundamentales de toda inversión son: la seguridad, el crecimiento, la rentabilidad y la liquidez.

La aspiración primordial de todo inversor potencial, es mantener al menos el valor inicial de su capital, lo que significa, la seguridad de la inversión. Asegurar la integridad del bien económico que se compra, es la más elemental de las preocupaciones del inversor potencial.

La causa principal que puede afectar la seguridad del capital invertido, es la erosión de su valor por el tiempo, es decir, la depreciación del valor monetario. Este fenómeno de la desvalorización que el tiempo imprime en mayor o menor grado a la moneda es una constante del sistema económico basado en los precios; en consecuencia el simple hecho de tener dinero líquido, es decir, sin invertir, entraña

un riesgo para el ahorro.

El crecimiento del capital se identifica corrientemente con su revalorización, con un aumento de su valor en cambio. Los fundamentos del incremento del valor de una inversión, pueden ser distintos; el origen es el que determina la calidad del crecimiento. El aumento del valor más sólido, es el que tiene su raíz no sólo en una elevación de los precios de los bienes en los que se ha materializado la inversión, sino en su participación en la expansión de la riqueza nacional. Este aumento no se percibe periódicamente como la rentabilidad, sino que es necesario desprenderse de la inversión y compararla con su precio de costo, dividiendo la diferencia por el número de años que se ha poseído, se obtiene el tipo anual de crecimiento.

La rentabilidad es un aumento periódico que no se acumula, sino que se desprende de la inversión y va a parar al interesado para hacer frente a sus gastos corrientes o para ser reinvertida por su cuenta, es independiente de la valorización actual del capital, porque se halla en relación con las cantidades efectivamente desembolsadas por el ahorrador potencial.

La liquidez consiste, en la posibilidad de convertir las sumas invertidas en dinero líquido, sin deterioro de su valor, derivado del acto de compraventa del mismo. La liquidez da la máxima elasticidad a la inversión, permitiendo al inversor decidir el plazo durante el cual quiere mantenerla, pudiendo hacerla y deshacerla con gran facilidad y en consecuencia reducir al mínimo el riesgo de la inversión.

Desde el punto de vista financiero, las operaciones de bolsa pueden clasificarse con base en la actitud que puede tomar el inversor ante la Bolsa. En consecuencia estas pueden ser operaciones al alza,

operaciones a la baja, operaciones provenientes de inversiones a largo plazo y operaciones provenientes de inversiones a corto plazo.

La operación al alza consiste en comprar valores - títulos valores o títulos de crédito - a precios actuales con la esperanza de revenderlos en una fecha futura, a un precio mayor de aquel en que fueron adquiridos por el inversionista.

La operación a la baja se realiza de la siguiente manera: se tiene la expectativa que los valores a que se refiere la negociación, bajarán de precio en un futuro; en consecuencia el inversor vende dichos valores sin tenerlos en su cartera para ser entregados en una fecha futura, en la cual podrá adquirirlos a menor precio del que los ha vendido para poder cumplir con su compromiso, obteniendo como consecuencia un rendimiento entre el precio de venta y el precio de compra de dichos valores.

La inversión a largo plazo o inversión por antonomasia, es aquella en la cual el inversor pretende obtener una rentabilidad o crecimiento del capital líquido invertido.

La inversión a corto plazo tiene por objeto obtener dentro de un plazo, el cual puede variar en cada caso, una diferencia de precio entre la compra y venta de un valor determinado; dicho precio es establecido por la cotización.

Debe de aclararse que no deben de confundirse los términos "cambio", "curso" o "curso de los cambios", de un determinado título de crédito o título valor, con el de su "cotización".

Por "cambio", "curso", o "curso de los cambios", se entiende de la sucesión de precios a que ha sido negociado un valor mobiliario durante un período determinado, por ejemplo en una sesión de bolsa,

en un día, en un mes, etc.

Por "cotización" debe de entenderse el valor oficial, es decir, el valor determinado por la Bolsa y dado a conocer por su publicación en el Boletín o Listín, o sea, el valor que alcanza cada especie de títulos negociados en una sesión bursátil. Dicho valor se determina tomando en consideración el "curso de los cambios" a que se ha negociado el título de que se trate.

Entre las posiciones de inversión a largo plazo e inversión a corto plazo caben una serie de situaciones intermedias que participan de los caracteres de ambas; pero tomados éstos dos tipos de inversión en todo su rigor y pureza, significan dos disposiciones radicalmente opuestas con respecto a las operaciones de bolsa.

El inversor a largo plazo pretende permanecer al margen de las oscilaciones del mercado de valores; por el contrario el objetivo principal del inversor a corto plazo, es obtener un rendimiento del capital invertido, con las diferencias de "cotización"; su actividad consiste en tratar de investigar, de anticipar y de prevenir las fluctuaciones y el curso futuro del mercado de valores.

El inversionista a largo plazo, preponderantemente financia las distintas actividades económicas - industriales, comerciales, etc. - del país; por el contrario el inversor a corto plazo, financia el movimiento de los valores mobiliarios y suministra los fondos de inversión que son necesarios al mercado bursátil. Tanto las inversiones a corto plazo como las inversiones a largo plazo en bolsa, pueden realizarse ya sea con valores de renta fija o con valores de renta variable, al contado o a crédito.

El crédito, en las operaciones bursátiles tiene una significación preponderante, pudiendo adoptar diversas formas y modalidades de acuerdo con los usos normativos que hayan sido adoptados en la Bolsa de que se trate.

El crédito es una pieza fundamental para el completo funcionamiento de cualquier tipo de mercado y por consiguiente del mercado bursátil.

Es oportuno aclarar varios conceptos con respecto al crédito.

La finalidad del crédito por parte del acrediante, es decir, por parte de quien hace la concesión de crédito, consiste en la colocación lucrativa de capitales disponibles; y por parte del acreditado, o sea por parte de quien recibe el crédito, es reforzar sus propios medios económicos con las disponibilidades líquidas ajenas.

El contrato de crédito, llamado también contrato preparatorio de crédito, es el contrato sobre el que se funda, se constituye, la operación de crédito, o sea propiamente, la concesión del crédito.

Ahora bien, ¿qué debe de entenderse por operación de crédito? Se entiende por operación de crédito, la cesión remunerada y en propiedad de un capital líquido, por parte del acreedor y por parte del deudor, la aceptación de dicho capital líquido, con la obligación de abonar los intereses pactados y de restituir el capital líquido concedido por el acreedor. Se trata en definitiva de un acto jurídico bilateral con efecto real, que en conjunto representa el cumplimiento del contrato de crédito o contrato preparatorio de crédito.

Las obligaciones que se derivan del contrato de crédito son las siguientes:

a) Por parte del acreditante la concesión del importe del crédito otorgado y

b) por parte del acreditado, la dación de las garantías convenidas en el contrato, el pago de los intereses pactados y la devolución del importe del crédito concedido o sea del capital líquido entregado en propiedad. La dación de las garantías implica un deber de prestación previo del acreditado, sólo después de haberse otorgado las garantías pactadas en el contrato de crédito, deberá el acreditante de verificar la entrega de la suma concedida por el contrato de crédito.

Aparentemente el contrato de crédito pareciera no ser más que un contrato de mutuo; pero haciendo un análisis jurídico de la institución, es decir, del contrato de crédito parangonándolo con el contrato de mutuo, se encuentran los elementos diferenciadores que caracterizan cada uno de los contratos dichos.

En vista que en nuestro Código de Comercio no está reglamentado el contrato de mutuo mercantil, como en otras legislaciones y que el artículo segundo del Código de Comercio preceptúa que en lo que no esté especialmente previsto por dicho Código, se aplicarán los usos comerciales y las disposiciones del Derecho Civil, para hacer el análisis a que me refiero partiré de las estipulaciones preceptuadas por el Código Civil en lo que respecta al contrato de mutuo.

El Código Civil al reglamentar el contrato de mutuo, parte de la base que el capital - la suma prestada - ya ha sido transmitida por parte del acreedor al deudor, imponiendo al prestatario, - deudor - una vez que se ha realizado el supuesto de la entrega del capital objeto del contrato, la obligación de devolver al acreedor, otro tanto de lo re

cibido de la misma especie y calidad. El mutuo es por consiguiente un contrato real, unilateral; es decir, un contrato en el que la obligación de devolución y su cuantía, por parte del deudor, dependen de la entrega efectiva y de la cuantía de lo recibido del acreedor.

Partiendo de las características enunciadas en los párrafos anteriores del contrato de crédito, tales como la dación de las garantías pactadas por parte del acreditado y la entrega del importe del crédito por parte del acreditante, se desenvuelve, la operación del crédito, como un contrato bilateral, distinto al contrato de mutuo unilateral reglamentado por el Código Civil. Siguiendo en este orden de ideas, al analizar el articulado del contrato de mutuo, encontramos que el artículo 1955 del Código Civil establece, que el contrato de mutuo no se perfecciona sino por la tradición de la cosa y que la tradición transfiere el dominio; el artículo 1954 del mismo Código, preceptúa que la obligación del deudor en el contrato de mutuo, es la restitución de la cantidad de cosas fungibles que le fueron entregadas con otras del mismo género y calidad.

Por el contrario el crédito o más bien dicho la operación de crédito, tiene su base en el contrato de crédito, en aquel contrato en que las partes se pusieron de acuerdo sobre la concesión del crédito, conviniendo en las condiciones en que éste sería otorgado.

En consecuencia, el contrato de mutuo o préstamo de consumo, es un contrato real, unilateral, no formal, el que puede ser gratuito u oneroso. El mutuo se realiza siempre en beneficio del mutuario.

El contrato de mutuo puede ser gratuito u oneroso de conformidad con lo establecido en el artículo 1263 C. en el que se dice que

se pueden estipular intereses, es decir que no es de la esencia del mutuo, la estipulación de intereses. Por el contrario el contrato de crédito es un contrato bilateral, puesto que ambos contratantes, tanto el acreditante como el acreditado, contraen obligaciones correlativas. El acreditante de otorgar las cantidades concedidas y el acreditado de reembolsar la cantidad recibida, abonar intereses y otorgar las garantías del crédito. El contrato de crédito, no constituye todavía la concesión del crédito mismo, sino la obligación del acreditante de efectuar la operación del crédito, mediante la concesión de su importe, una vez que el acreditado haya otorgado las garantías previamente a dicha concesión, las que son estipuladas en el contrato, además de las de reembolsar la cantidad a que se refiere el contrato y el abono de los intereses. Las obligaciones de las partes contratantes se originan simultáneamente con la aceptación de la promesa del crédito; ambas partes se obligan, pues, a la ejecución de la operación de crédito propuesta. Es decir, que el contrato se otorga en beneficio de ambas partes contratantes, tanto del acreditado como del acreditante; la concesión de crédito y la operación misma del crédito, se diferencian con el mutuo en que la estipulación de los intereses a pagarse por la suma concedida, es de la esencia del contrato y de la operación.

Ahora bien, hay disposiciones del contrato de mutuo, que sí pueden aplicarse al contrato de crédito. Tales son los dispuestos en los artículos 1950 C., 1954 C. y 1956 C., ya que el acreditado está obligado, pero también autorizado, a falta de convención contraria, a reembolsar el préstamo en efectos de igual clase, soportando por consiguiente el riesgo ante las posibles alzas de cotización y al mismo tiempo, obteniendo el beneficio por las bajas que puedan sufrir aquéllas.

Como dije anteriormente, en vista que ni el Código Civil, ni el Código de Comercio regulan expresamente el contrato de crédito, ni aun la promesa de mutuo⁴, a la que pudiera asemejarse más el contrato de crédito o sea la concesión de crédito, podría creerse, partiendo del principio de la libertad de contratación, que la concesión de crédito es una promesa de mutuo y ubicarla en el artículo 1425 C. considerándola como la promesa de celebrar un contrato de mutuo y siempre que se cumplieran los requisitos establecidos en el artículo citado. Y podría semejarse más a una promesa de mutuo y no al contrato mismo de mutuo, porque para ser mutuo le falta precisamente la circunstancia esencial de la entrega de la suma de dinero o cosas fungibles a que he hecho referencia anteriormente.

En mi concepto tampoco puede calificarse este contrato, como una promesa de mutuo, ya que en todo caso sería indudablemente una promesa unilateral de la entrega de dinero y no el contrato bilateral a que se refiere el contrato de crédito tal como se ha hecho referencia. No obstante hay autores que creen que es admisible una promesa bilateral de mutuo, en lo que no estoy de acuerdo por las razones siguientes:

No puede identificarse jurídicamente la promesa de mutuo o contrato preparatorio del mismo y la apertura de crédito, aun en el caso que se reconociera a la apertura del crédito una figura de precontrato, en vista que debe de tomarse en consideración, que el precontrato prolifera siempre en contratos que tienen la misma naturaleza que el contrato eje, en este caso el mutuo; mientras que el pacto consensual de apertura de crédito, se efectúa a través de figuras que no tienen que mantenerse dentro de los moldes rigurosos del mutuo, según las

disposiciones reglamentarias de las distintas legislaciones o de los usos normativos que se hayan establecido en la plaza en la cual se realice, se verifique o se lleve a cabo, este tipo de negociación,

A este respecto se expresa Mesineo de la siguiente forma:

"La apertura de crédito no es contrato preparatorio, porque el contrato preliminar, es como el embrión de lo que será el contrato definitivo". Esta expresión de Mesineo tiene aplicación en nuestra legislación, ya que la misma idea se deduce de las disposiciones pertinentes que se refieren a la promesa de celebración de contratos a que he hecho referencia, es decir, específicamente el artículo 1425 C. Sigue diciendo Mesineo: "Así, un contrato capaz de generar uno o más contratos de tipo diverso, no es admisible como contrato preliminar. Ahora bien, la apertura de crédito tiene un contenido que no vuelve a reaparecer en los pretendidos contratos definitivos".

Otra de las características del contrato de crédito es que es aformal, es decir que no está sujeto como tal a formas determinadas de celebración. Nuestro Código Civil y nuestro Código de Comercio, reconocen la libertad de formas para la contratación en términos generales, pero pone de relieve un cierto número de contratos que requieren para su eficacia formas y solemnidades determinadas. Fuera de esos casos específicos, no se necesita observar formalidad especial alguna para la celebración de los distintos tipos de contratos; pero el legislador ha limitado la libertad de prueba, al establecer que no es admisible la prueba de testigos salvo las excepciones legales, en aquellos casos en que la ley exige que un contrato se formalice por escrito y en aquellos otros cuando la cuantía del mismo exceda de doscientos colones y que no se haya otorgado al menos un principio de prueu

ba por escrito como mínimo. En consecuencia, el contrato no formal, llevado a cabo sin reducirlo a escrito, y cuya cuantía excede de doscientos colones es válido; pero al haber reglamentado el legislador la prueba, en la forma indicada, obliga a los contratantes a reducir a escrito ese tipo de contratos, para evitar la falta de medios de prueba en casos de incumplimiento. Estas disposiciones del Código Civil y del Código de Procedimientos Civiles, son aplicables precisamente a los contratos mercantiles con base a lo establecido en el artículo 2 del Código de Comercio y esa es la jurisprudencia que han asentado nuestros tribunales, citándose como caso específico la sentencia pronunciada por la Cámara de Segunda Instancia de la Primera Sección del Centro a las 3 de la tarde del 19 de octubre de 1911 en la que se estableció la doctrina siguiente: "En lo que no esté especialmente previsto por el Código de Comercio se aplican los usos comerciales y las disposiciones del Derecho Civil. Por consiguiente, no es admisible para justificar actos o contratos comerciales que contengan promesa o entrega de una cosa que vale más de doscientos pesos, la prueba de testigos". Consecuentemente en el contrato de crédito cuyo importe sea superior a la suma de doscientos colones debe otorgarse por escrito precisamente para soslayar las deficiencias que puede presentar la no admisibilidad de la prueba de testigos en caso de incumplimiento por cualquiera de las partes, ya sea por parte del acreditante o por parte del acreditado.

El efecto inmediato de la concesión de crédito en la operación bursátil, desde el punto de vista del inversor en Bolsa, es la ampliación de su capacidad económica de compra o venta de títulos objeto de negociación, en vista que si el inversor no necesita desembolsar el to

tal del objeto de la negociación, sino que únicamente una parte de es te monto total o ninguna de ella, según la modalidad que se adopte en la Bolsa donde se lleva a cabo la negociación, con la misma cantidad de fondos o valores puede comprar o vender mayor volumen de los tí tulos objeto del contrato bursátil; esto trae como consecuencia la am pliación de las posibilidades económicas del inversor, generando au- tomáticamente e inmediatamente la extensión del mercado y consecuen- temente mayor perfección en el cambio, el cual es producto de una con currencia más amplia. En vista que el inversor puede comprar o ven- der mayor número de títulos, las ganancias que se obtienen por el ca- pital invertido en Bolsa, pueden ser alcanzadas con menores diferen- cias en los cambios de la cotización. Por ejemplo, supongamos que el uso normativo establecido en la Bolsa, preceptúa que en una opera- ción que se lleve a cabo al crédito, el inversor potencial debe de de- positar el 50% del importe de la operación que pretende realizar en garantía de su cumplimiento. Suponiendo que el presunto inversor tiene la suma de ₡ 100.000 para invertir en valores, al tener que de- sembolsar únicamente el 50% de su importe, quiere decir que con la misma cantidad de capital líquido disponible puede comprar o vender el doble de volumen de títulos, en este caso puede comprar títulos por valor de ₡ 200.000. Supongamos que el inversor pretendía obtener un beneficio del 10% sobre los ₡ 100.000 objeto de la negociación, al haber invertido la suma de ₡200.000 en títulos, en el supuesto que las oscilaciones del mercado no hayan sido las previstas por el inversor, sino que sean la mitad, el inversor obtendría la misma rentabilidad que si hubiera invertido los ₡ 100.000 - el 10% de ₡100.000 serían ₡10.000 que es lo mismo que el 5% de ₡200.000 -, indudablemente, sin tener

en cuenta los gastos ocasionados por la concesión de crédito. El resultado es mayor volumen de contratación y mayor estabilidad en los cambios.

La concesión de crédito en bolsa, puede realizarse de diversas maneras, pero hay que tener en cuenta que el objetivo primordial del crédito, es permitir al inversor que realice operaciones bursátiles superiores a las posibilidades líquidas de que dispone en el momento de concertar la negociación.

Por la introducción del crédito en Bolsa, el inversor en valores, tiene la facultad de elegir libremente el momento que le parezca oportuno para obtener los valores de su preferencia, sin tener que esperar hasta tener plenamente formados los ahorros necesarios, para adquirir dichos valores. Consecuentemente por medio del crédito, asegura su inversión, pudiendo realizar sus cálculos al precio que los valores objeto de la negociación tengan al momento en que se decide invertir en ellos; por ejemplo, si espera que éstos puedan llegar a tener mayor valor en una fecha futura y desea aprovechar el cambio que considera favorable.

En el caso del que realiza una operación a la baja, al estimar que un valor determinado puede depreciarse, efectúa una negociación de venta de los títulos en descubierto, es decir, sin tener en su cartera los valores objeto de la operación. Si sus previsiones se realizan, antes del vencimiento del plazo en que debe de entregarlos al comprador, puede adquirirlos a un precio inferior de aquel en que ha vendido los valores, obteniendo una utilidad con la diferencia de cambios.

Al utilizar el sistema del crédito en las operaciones bursátiles, lo decisivo no es estar en posesión del dinero o de los valores en

el momento de celebrarse la operación, sino que cumplir con los com
promisos contraídos en el momento en que ésta se liquide.

Como dije anteriormente, la modalidad del crédito en bolsa, se aplica tanto a las inversiones a largo plazo como en las que se rea
lizan a corto plazo. El móvil que puede inducir al inversor a largo plazo para utilizar el instrumento del crédito en una operación de bol
sa, es la finalidad de asegurar una cartera de valores.

En las inversiones a corto plazo, la operación de crédito, es el medio idóneo para crear mercado. Por ejemplo si se estima que un títulovalor o título de crédito, subirá de precio a corto plazo, el inversor compra dichos títulos por medio de una operación de crédito, pero no está en posesión del importe total de la negociación, se ve obligado a esperar menos para vender los títulos objeto de la operación, que aquel inversor que los ha adquirido pagando su importe al contado, porque se ve impelido a liquidar antes sus posiciones, cuando se trata de una operación al alza; lo mismo sucede al bajista que ha vendi
do títulos en descubierto; desde el momento en que realiza la operación de venta, se convierte en comprador en potencia, pues tiene que cubrir su posición antes de que venza el plazo para la entrega de los títulos.

El efecto equilibrador del crédito en la operación bursátil es automático, en vista que el comprador que tiene que vender, no dejará que se alcen demasiado los cambios, ni el vendedor que tiene que com
prar dejará que bajen excesivamente. Desde el momento en que se ge
nera una operación de compra o venta en Bolsa al crédito, se crea si
multáneamente en potencia su contrapartida, otra operación del desig
no contrario. Como consecuencia, la mecánica del mercado es más

perfecta que cuando cada operación tiene un simple valor aislado, por que este dispositivo técnico - el crédito - permite crear títulos o dinero para llenar los huecos entre la oferta y la demanda que la concurrencia diaria ofrece con frecuencia.

Como dije en los párrafos que anteceden, el crédito en las operaciones de Bolsa, puede adoptar diversas modalidades; pero dos son las modalidades más corrientes, el sistema anglosajón y el sistema continental europeo.

En el sistema anglosajón, el inversor que realiza una operación de Bolsa adoptando la modalidad del crédito, deja de desembolsar en efectivo una parte del importe total de la operación, supliendo la diferencia el Agente de Bolsa y la Banca relacionada con éste. En este sistema, propiamente no hay un aplazamiento de pago, de cumplimiento de las obligaciones contraídas por los compradores y vendedores de los títulos objeto del contrato; las operaciones se liquidan al contado; pero el Agente de Bolsa retiene los títulos adquiridos en representación de su cliente - el inversor - en garantía del cumplimiento de la obligación contraída por éste, hasta que el cliente no le pague el resto de lo que le adeuda de la operación o le ordene vender los títulos adquiridos. En todo caso, el inversor tiene a su disposición, un lapso durante el cual podrá obtener los títulos en caso que sea vendedor o el resto del dinero en efectivo en caso que sea comprador, para liquidar la operación concertada y por otro lado, la posibilidad de prorrogar el plazo, si a su vencimiento no considera conveniente poner fin a la posición de comprador o vendedor que ha adoptado en la operación bursátil; para ello su agente tiene que liquidar por él la operación, bien recibiendo el agente, directamente el crédito del banco y conce-

diéndoselo a su cliente, bien recibiendo del cliente el valor de la operación si el cliente ha doblado los títulos en un Banco.

En el sistema continental europeo, los sujetos de la operación, el comprador y el vendedor, se conceden mutuamente el crédito para liquidar la operación en una fecha posterior a aquella en que se concertó la operación, a través de un Agente de Bolsa que en nombre de los inversionistas conciertan las operaciones habiendo recibido en concepto de garantía una parte del importe total de la negociación. Consecuentemente el crédito es concedido en este sistema, por el mismo sistema bursátil. Llegado el término en que debe de liquidarse la operación, cualquiera de los interesados puede pedir su cumplimiento - en caso que no exista la posibilidad de prorrogarlo - lo que le da al interesado, la oportunidad de diferir el pago total, ya sea de títulos o de dinero en efectivo; pero por lo regular se da al inversor la posibilidad de doblar la operación lo que consiste en obtener un préstamo con garantía de los mismos títulos, con lo cual se introduce efectivamente el crédito en Bolsa, o el préstamo de los títulos objeto de la negociación en el caso que se refiera a un vendedor en descubierto.

En las Bolsas de Valores por lo regular se combinan ambos sistemas haciendo más perfecta la concesión de crédito en lo que se refiere a las negociaciones sobre valores mobiliarios.

Para poder determinar con precisión las distintas clases de operaciones de Bolsa, es indispensable hacer la debida distinción entre el concierto de la operación bursátil y el cumplimiento de la misma. Esta distinción es esencial en la técnica bursátil.

En la Bolsa de Valores se conciertan las operaciones sobre los títulos objetos de negociación, la Bolsa es el lugar de celebración

de las condiciones del negocio.

El cumplimiento de las obligaciones contraídas por las partes contratantes en Bolsa, puede efectuarse ya sea en la misma Bolsa o fuera de ella, sin que por este motivo se altere la naturaleza de la operación bursátil.

La operación que se realiza al contado puede cumplirse ya sea en la misma Bolsa o fuera de ella, según los usos mercantiles y las costumbres que se hayan establecido en la Bolsa en la que se realice la negociación.

En las operaciones en las que interviene el crédito estas pueden, igual que las de al contado, liquidarse en la misma Bolsa o por entidades independientes de esta aunque sí relacionadas con la Bolsa. En dichas entidades no se concierta operación alguna y su objetivo consiste únicamente en la liquidación de las operaciones concertadas en Bolsa.

Estas entidades de liquidación pueden tener distintos tipos de organización y caracteres, tal es el caso de la "Chambre de Compensation des Rentes Francaises", de París que tiene carácter civil; la "Liquidations Verband des Platzes Zürich und die Zentrastelle" de Zürich que tiene el carácter de una simple oficina; el "Comité de Liquidation de la Bourse de Bruxelles" de Bruselas, que tiene el carácter cooperativo; la "Stock Clearing Corporation" de Nueva York, que tiene carácter mercantil; la "Liquidationskasse Aktiengesellschaft" organización privativa para los miembros de la "Liquidationsvereins für Zeitgeschäfte in der Berliner Wert-papierbörsen" que opera en la Bolsa de Berlín, la cual tiene carácter mercantil.

En otras bolsas por ejemplo, en la Bolsa de Valores de México y en la mayoría de las Bolsas de la América Latina, hay un Departamento de Liquidaciones independiente de la Bolsa de Valores que forma parte integral de su organización.

La Cámara de Liquidación o Cámara de Compensación o Departamento de Liquidaciones de la Bolsa, es la entidad en la que se liquidan las operaciones concertadas en la Bolsa. Es el lugar donde las partes efectúan el cumplimiento de las obligaciones contraídas por las mismas en la sesión bursátil. La Cámara de Liquidación, Cámara de Compensaciones, o Departamento de Liquidaciones, es esencial para el funcionamiento del mercado bursátil, en vista de que la Bolsa difícilmente podría cumplir sus funciones, si careciere de un órgano liquidatorio, en el cual se cumplieran las operaciones contraídas por los traficantes en Bolsa.

Haré un somero examen de la forma en que realizan sus funciones las Cámaras de Liquidación o Departamentos de Liquidación, para facilitar la ejecución de las operaciones que han sido concertadas en una sesión bursátil.

Una vez que se ha concertado una operación de bolsa - la compraventa de títulosvalores - títulos de crédito o los derechos derivados de los mismos y se han fijado las condiciones que regirán la negociación, las partes contratantes deben de proceder al cumplimiento de las obligaciones contraídas, proceder a la ejecución de la operación concertada - a la entrega de los títulos y del dinero objeto de la negociación.

El cumplimiento de las obligaciones contraídas no ofrecería dificultad alguna, si en Bolsa se realizaran operaciones aisladas; pero por lo regular en las Bolsas de Valores, se fijan unidades de negocia-

ción, lo que significa que cada transacción debe de comprender un número mínimo de títulos o un múltiplo del número fijado por las Regulaciones de Bolsa. Por ejemplo en la Bolsa de Valores de Nueva York el número de títulos que ha sido fijado por su reglamentación para poder ser objeto de negociación es en unidades de 100 y los múltiplos del mismo número para cierto tipo de valores más activos. Para otro tipo de valores, los menos activos, tales como las acciones preferidas, cuyo precio es mayor, el número es de 10 ó de sus múltiplos. Consecuentemente el número de transacciones que se lleva a cabo en una sesión bursátil es ilimitado, de donde el número de títulos y de dinero que deben ser entregados a los negociantes - compradores o vendedores- es enorme, lo que dificultaría la ejecución de los contratos concertados en Bolsa, en las épocas fijadas para ello, sino fuera por los mecanismos de liquidación que han sido establecidos por las Cámaras o Departamentos de Liquidación.

Por medio de las operaciones de liquidación, que realizan las Cámaras o Departamentos de Liquidación, la totalidad de las compras y ventas de los títulos llevadas a cabo por el Agente de Bolsa en una sesión bursátil, se compensan unas con otras - las ventas con las compras.- Verificada esta compensación, únicamente los saldos deudores, o sea el balance neto de títulos o de dinero provenientes de las operaciones realizadas por el agente, se entregarán a los otros agentes que han intervenido en las operaciones durante la sesión bursátil y que tengan saldos acreedores. La entrega de los títulos objeto de las negociaciones y del dinero, se lleva a cabo una vez que éstos - el dinero o los títulos - han sido depositados en la Cámara o Departamento de Liquidaciones.

Puede decirse que el proceso de liquidación, es aquél por medio del cual las ventas de los títulos objeto de las operaciones se compensan con las compras de los mismos y únicamente los saldos deudores o sean el balance neto de valores o de dinero es entregado o recibido por medio de la Cámara de Liquidación o Departamento de Liquidaciones a los Agentes de Bolsa.

El número de agentes de bolsa que intervienen en las sesiones bursátiles, es determinado por las reglamentaciones de cada Bolsa; pero el número de ellos no es reducido, sino que son varios los Agentes de Bolsa que realizan transacciones en las sesiones bursátiles por ejemplo en la Bolsa de Valores de México son 60, en la Bolsa de Nueva York 1,366. Consecuentemente siendo varios los agentes que intervienen en cada sesión comprando y vendiendo títulos entre sí, según las órdenes que le sean conferidas por sus clientes, si no existiera un sistema de liquidaciones, cada compra o venta que se llevara a cabo sería necesario liquidarla entre los agentes contratantes, haciéndose mutuamente la entrega de los títulos y del dinero objeto de la negociación, para poder darle cumplimiento a las obligaciones contraídas.

En cambio, por medio de los sistemas de liquidación establecidos por las Cámaras o Departamentos de Liquidación, no es necesario hacer la entrega de todos los títulos vendidos a otros agentes activos en bolsa, sino que únicamente se entregan los saldos netos de los mismos a través de la Cámara o Departamento de Liquidación.

Por ejemplo en la Bolsa de Valores de Nueva York que es una de las más activas como mercado de valores en el mundo financiero, en el año de 1960 se concertaron más de 5.4 millones de contratos,

los que fueron presentados para las operaciones diarias de liquidación, que representaban más de 790 millones de acciones. Por medio del sistema y técnica de los balances netos y de asignaciones, establecidos por la Cámara de Compensaciones o Liquidaciones de la Bolsa de Nueva York, fue posible reducir los balances netos de las cantidades anotadas a 2.4 millones de contratos que cubrían el valor de 563 millones de acciones. Es decir que el número de órdenes a ejecutarse se redujo en un 55% y el número de acciones para ser entregadas a los agentes activos en la Bolsa de Nueva York se redujo casi al 30%.

Asimismo en el Departamento de Liquidaciones se hicieron entregas por valor de 48 millones de dólares, habiéndose hecho las liquidaciones en dinero en efectivo por la suma de 7 y medio millones de dólares, consecuentemente el 85% de los fondos que hubieran sido necesarios para efectuar o llevar a cabo el número total de transacciones se redujo a un 15%.

Brevemente puede decirse que los pasos a seguir para llevar a cabo las liquidaciones provenientes de las operaciones bursátiles son los siguientes:

a) Debe de realizarse una comparación entre las operaciones llevadas a cabo entre los agentes vendedores y compradores para determinar la exactitud de las mismas.

b) Debe de computarse el total de compras y de ventas de títulos que ha llevado a cabo cada agente con cada uno de los otros agentes que han intervenido en la sesión bursátil.

c) Debe de determinarse el balance neto o saldos deudores, de los títulos que deberán de ser entregados y recibidos por cada agente

te de bolsa.

d) Debe de determinarse el precio de ajuste, al cual se liquidarán los balances netos - o saldos deudores - de los valores que han sido negociados en la sesión bursátil.

e) Debe de procederse a la entrega efectiva de los balances netos resultantes de los títulos y del dinero proveniente de las negociaciones llevadas a cabo en dicha sesión.

f) Debe de llevarse a cabo la liquidación entre los agentes y la Cámara o Departamento de Liquidación por las diferencias resultantes entre el precio de ajuste fijada por la Cámara o Departamento y el precio en que se concertaron las negociaciones sobre los títulos valores o títulos de crédito.

La liquidación efectiva de las operaciones concertadas en bolsa y la aplicación de la técnica adecuada a este proceso de liquidación, es uno de los sistemas más complejos de todas aquellas operaciones que se llevan a cabo por los organismos bursátiles. Para dar una idea clara del procedimiento de liquidación pondré los ejemplos siguientes:

Supóngase que un agente de Bolsa al que se denominará "A" lleva a cabo una operación de bolsa por medio de la cual vende 1.000 títulos de una especie determinada, en una sesión bursátil. Y en la misma sesión compra de acuerdo con las órdenes recibidas de sus clientes 1.100 títulos de la misma especie.

En el caso expuesto, la Cámara o Departamento de Liquidaciones determinará que el balance neto de títulos que deben de ser entregados al agente de bolsa "A" es de 100 títulos. Por medio de este sistema el agente de bolsa "A", puede tomar los otros 1.000 títulos

para poder llevar a cabo la entrega del total de órdenes recibidas de sus clientes de compra o sea de 1.100 títulos, de aquellos que le han sido entregados por los clientes cuyas órdenes han sido de vender la misma especie de títulos y entregará en esta forma la totalidad de los títulos que se le han ordenado comprar, por los clientes que le han dado órdenes de compra. En resumidas cuentas cada uno de los clientes del agente que le ha dado orden de venta de los títulos a que se refiere la operación, habrá realizado la venta de los títulos tal como fue su intención y cada uno de los clientes que ha dado órdenes de compra, recibirá los títulos que pretendía obtener.

Ahora supongamos que el mismo agente de bolsa "A", vende 100 títulos al agente de bolsa "B" y que éste agente de bolsa "B" le vende 100 títulos al agente de bolsa "C".

Por medio del sistema de liquidaciones establecido por las Cámaras o Departamentos de Liquidación, esta operación se liquidaría de la siguiente manera: el agente de bolsa "A" entregará los 100 títulos objeto de la negociación al agente de bolsa "C". En consecuencia el agente "B" ha sido relevado de las obligaciones contraídas, o sea la de recibir del agente "A" los 100 títulos sobre los cuales concertó la operación y de las obligaciones de entregar al agente "C" los 100 títulos sobre los cuales realizó operaciones de venta. Lo que ha hecho la Cámara o Departamento de Liquidaciones por medio del procedimiento establecido, ha sido suprimir una entrega innecesaria de títulos, es decir la ejecución de las transacciones llevadas a cabo por el agente "B". Por este sistema todas las compras y ventas efectuadas entre los 3 agentes se reduce a una sola entrega de títulos.

Pondré un tercer ejemplo. Supongamos que el agente "A" le vende al agente "B" 100 títulos de una especie determinada y que el agente "B" le vende al agente "C" 200 títulos de la misma especie. Por medio del sistema de liquidaciones el agente "A" entregará al agente "C" 100 títulos de la especie sobre las cuales se ha llevado a cabo la negociación y el agente "B" entregará al agente "C" otros 100 títulos de la misma especie. En este caso el agente "B" no necesita recibir los 100 títulos de la transacción que ha llevado a cabo con el agente "A".

Los casos descritos en los párrafos que anteceden, ilustran la forma en que se llevan a cabo las liquidaciones con los títulos objeto de las negociaciones en Bolsa.

La liquidación de dinero en efectivo se lleva a cabo de la siguiente manera:

La Cámara o el Departamento de Liquidaciones establece un precio uniforme de ajuste al que deberán de reducirse todas las liquidaciones provenientes de entregas de dinero en efectivo como consecuencia de las operaciones concertadas en la Bolsa.

El precio de ajuste lo determina la Cámara o el Departamento de Liquidación en cada sesión bursátil para cada uno de los títulos objetos de negociación, descontando las fracciones del precio de cierre de la sesión de bolsa.

Suponiendo que el precio de cierre de un título determinado sea de ₡ 51.00 $\frac{5}{8}$; el precio de ajuste que determina la Cámara o Departamento de Liquidación será de ₡ 51.00 por cada título.

Para indicar la forma en que funciona el precio de ajuste determinado por la Cámara o Departamento de Liquidación, me referiré

al primer ejemplo propuesto al exponer la forma en que dicha Cámara o Departamento lleva a cabo las liquidaciones para la entrega de los títulos objeto de negociación.

Supongamos que los títulos que van a liquidarse en la Cámara o Departamento se encuentran en el ámbito de ₡60.00 por título. En el día en que se ha verificado la transacción, la Cámara o Departamento de Liquidaciones determina un precio de ajuste a razón de ₡60.00 por título, para la liquidación de todas las negociaciones que se hayan verificado en la sesión bursátil de ese día sobre esa especie de títulos.

En el ejemplo a que he hecho referencia, el agente de cambio "A", había vendido 1.000 títulos y comprado 1.100 de la misma especie, habiéndosele determinado un balance neto o saldo acreedor de 100 títulos. Cuando los 100 títulos sean entregados al agente de bolsa "A", por cualquier otro agente, que ha intervenido en la negociación durante la sesión bursátil, a través de la Cámara o Departamento de Liquidación, deberá de determinarse el precio para liquidar las negociaciones del agente de cambio "A".

El agente de cambio que hará la entrega de los 100 títulos, no será necesariamente el vendedor actual de los mismos, es decir, el que se comprometió a la entrega con el agente de cambio "A"; por consiguiente no puede usarse el precio del contrato o de la operación llevada a cabo para determinar la liquidación de las 100 acciones. Es te debe de hacerse por medio del precio de ajuste que ha sido determinado por la Cámara o Departamento de Liquidaciones.

La Cámara o Departamento de Liquidaciones determina que el agente de cambio "A" debe de enterar la suma de ₡60.00 por título

o sea ₡ 6.000,00 provenientes del balance neta o saldo deudor de 100 acciones al momento de computarse el ajuste de la liquidación en efectivo por la transacción llevada a cabo. Este precio de ajuste determinado por la Cámara o Departamento de Liquidación de ₡60,00 por título puede corresponder o no al precio fijado por las partes contratantes en las ventas que se hubieren hecho al agente de bolsa "A" o con los precios contractuales en que los títulos fueron adquiridos de otros agentes de bolsa que han entregado los títulos al agente "A" por medio de la Cámara de Liquidación; como consecuencia deben de hacerse ajustes posteriores para llegar a ejecutar la transacción o sea la liquidación de las operaciones concertadas.

Haré un cuadro demostrativo para ilustrar la forma en que se lleva a cabo la liquidación de dinero en efectivo tomando como base el precio de ajuste determinado por la Cámara o Departamento de Liquidaciones.

Supóngase que en las negociaciones de venta que realizó el agente de bolsa "A" por 1.000 títulos, el precio promedio fue de ₡59,00 por título y que el precio promedio de las operaciones de compra por los 1.100 títulos fue de ₡61,00, se procedería así:

Declaración de liquidación del agente de bolsa "A" en la Cámara de Liquidaciones o Departamento de Liquidaciones.

<u>Declaración de liquidación Agente "A"</u>	<u>Debe</u>	<u>Haber</u>
Compra de 1.100 títulos a ₡61,00 c/u	₡67.100	-
Venta de 1.00 títulos a ₡59,00 c/u	-	₡59.000
Balance Neto a percibir: 100 títulos a ₡60,00 c/u	-	" 6.000
	<hr/>	<hr/>
	₡67.100	₡65.000
Balance Neto del Débito (Ajuste de Liquidación en Efectivo)	-	" 2.100
	<hr/>	<hr/>
	₡67.100	₡67.100

Del cuadro anterior se deduce evidentemente que el agente de cambio "A" ha adquirido, es decir ha comprado títulos por valor de ₡8.100 más de los que ha vendido; consecuentemente le debe esa cantidad - ₡8.100 - a otros agentes que han intervenido en la sesión bursátil. En consecuencia el día de liquidación le serán cargados al agente de bolsa "A" la suma de ₡6.000 por la Cámara de Liquidación como valor del recibo de 100 títulos tal como se demuestra en el cuadro siguiente:

Declaración de liquidación del agente "A"

<u>Declaración de liquidación del Agente "A"</u>	<u>Debe</u>	<u>Haber</u>
Ajuste de liquidación	₡ 2.100	
Valor recibido de acuerdo con el Balance	6.000	-
Pago en efectivo	-	₡ 8.100
	<u>₡ 8.100</u>	<u>₡ 8.100</u>

Del cuadro anterior se deduce que el débito a cargo del agente de bolsa "A" es de ₡ 2.100 provenientes de las cantidades que se han computado entre los precios de los contratos o sea de las operaciones en que intervino el agente y las cantidades computadas con base al precio de ajuste determinado por la Cámara o Departamento de Liquidaciones. En esta forma todas las transacciones verificadas en la sección bursátil han sido liquidadas - ejecutadas - a satisfacción de todos los interesados, actuando la Cámara o Departamento de Liquidación como intermediaria entre ellos. El agente de bolsa "A" ha verificado operaciones de venta por 1.000 títulos de acuerdo con las órdenes obtenidas de sus clientes y ha adquirido de los distintos agentes de bolsa 1.100 títulos a nombre de sus clientes que le han dado órdenes de

compra. Ha vendido títulos por valor de ₡59.000 y comprado títulos de la misma especie por valor de ₡67.100. La diferencia de ₡8.100 que aparece en el cuadro que antecede es la cantidad de dinero en efectivo que debe de ser entregada a la Cámara o Departamento de Liquidaciones de la Bolsa para que ésta a su vez efectúe la entrega a los acreedores de las cantidades que componen la suma de ₡8.100.

Las operaciones bursátiles, requieren para su celebración, la intervención de mediadores - comisionistas, mandatarios - que operan por cuenta de otro - el inversionista - pero en nombre propio, sin revelarse entre sí, los nombres de los compradores y vendedores reales de los títulos sobre los que se lleva a cabo la negociación. Consecuentemente en toda operación de bolsa, el vendedor y comprador no entran en relación directa, se desconocen, se ignoran; la operación se concerta y se cumple entre los intermediarios, respondiendo cada uno de ellos ante sus clientes respectivos que les han dado las órdenes de operación, de la ejecución y cumplimiento del negocio.

Las operaciones de bolsa como se ha dicho, se ejecutan por mandatarios, quienes obrando en tal carácter, no pueden constituirse en contrapartidistas de sus clientes, comprando lo que se les ha ordenado vender, ni vendiendo lo que se les ha ordenado comprar; deben de ser imparciales y actuar como simples intermediarios entre los compradores y vendedores de valores.

Reitero lo que dije al principio del epígrafe, que me ocupa, en el sentido de que la operación de bolsa excluye por su propia naturaleza, la individualización de los títulos sobre los que se negocia. La operación se lleva a cabo sobre cantidades, sin indicar la numeración de los títulos u otros detalles de los mismos que los individualice o identifique específicamente.

Los valores mobiliarios bursátiles en lo que respecta a su negociación, son considerados como cosas fungibles, ya que son representativos de un valor, es decir, que los títulos que se refieren a una misma emisión o más bien dicho provenientes de una misma emisión, otorgan los mismos derechos e imponen iguales obligaciones a todos los tenedores de los títulos en referencia.

La consecuencia inmediata que acarrea el hecho que la operación bursátil se lleve a cabo "in genere" y no "in specie" es que los contratantes no pueden alegar la nulidad de la negociación desde el momento que ésta se verifica sobre títulos admitidos a cotización en Bolsa. Unicamente en el caso que la negociación se refiera a títulos nominativos sujetos a condición, si ésta no se produce, podría considerarse nula, anulable o inexistente la operación concertada.

Los títulos se individualizan al momento de verificarse la liquidación de la negociación concertada - al ser entregados. Si los títulos entregados por los contratantes son irregulares, éstos deben de sustituirse por otros títulos regulares, con el objeto de cubrir la operación concertada, la cual mientras esto no se verifique, está pendiente de cumplimiento, como una operación practicada sobre títulos absolutamente regulares y perfectamente válidos.

Otra de las características esenciales de las operaciones bursátiles, es la de que en principio, se sustraen de la libre convención de las partes por las razones siguientes:

La operación bursátil presupone formas determinadas. Los plazos para la ejecución de la operación, tanto para entregar los títulos, como de su precio contra valor, o sea el dinero efectivo que se ha obligado a entregar el contratante, han sido determinados de ante-

mano. Las operaciones de bolsa se constatan y se prueban según reglas especiales predeterminadas. Las modalidades que pueden adoptar dichas operaciones no quedan a libre arbitrio de las partes; por ejemplo las operaciones a plazo se convienen por términos preestablecidos, por grupos o cantidades de títulos cuyo mínimo fijan los reglamentos de las Bolsas tal como dije anteriormente y a través de fórmulas y estipulaciones que los contratantes aceptan, es decir, se adhieren a ellas por el sólo hecho de dar las órdenes a los Agentes de Bolsa. Las reglas a seguir en caso de incumplimiento; las vías de ejecución contra el vendedor que no entrega los títulos o el comprador que no hace la entrega de dinero o contra quienes no liquiden las diferencias resultantes, así como aquel que no suministra las coberturas en las operaciones a plazo, tienen caracteres específicos hallándose preestablecidas por los usos normativos de la Bolsa en la que se verifica la negociación.

La organización del mercado de valores mobiliarios bursátiles, y su reglamentación son establecidos por los reglamentos generales y especiales de cada Bolsa y por las entidades que agrupan a los Agentes de Bolsa, que se encuentran adscritos a la misma, así como por los usos y costumbres establecidos en la Bolsa de que se trate, suponiéndose todos ellos conocidos y previamente aceptados por aquel que realiza negociaciones en Bolsa. Cualquier persona que concierte una operación en los mercados de valores organizados, se somete de antemano a los usos normativos y reglamentos que regulan la operación que le concierne.

Resumiendo puede decirse que las operaciones de bolsa se llevan a cabo en un campo reglamentado, en el que las partes no actúan

en la forma que ellas deseen, sino acomodándose a las condiciones que son impuestas por los reglamentos, usos y costumbres de la Bolsa. En las negociaciones características de las bolsas de valores, las cláusulas que constituyen las partes esenciales de la operación, son determinadas previamente por el Derecho consuetudinario de la Bolsa, en forma tal, que el acuerdo de voluntades entre los contratantes se limita al precio de los títulos y dentro de determinados límites - de las unidades de negociación - a la cantidad por la que se realice la operación.

Las operaciones bursátiles como contratos mercantiles que son, deben de cumplirse inspirándose aun más que aquellos contratos de carácter civil en la buena fe de los otorgantes. Tan es así que un principio universalmente reconocido de las operaciones bursátiles, es que las operaciones que se verifican al contado en bolsa no pueden reputarse consumadas si el vendedor no entrega los títulos vendidos y el comprador no los recibe satisfaciendo su importe en las épocas fijadas por los usos normativos y la reglamentación de la Bolsa en que se ha llevado a cabo la negociación. Y aun más hay contratos bursátiles tales como el de "reporto" o "doble" en los cuales no se aplican los preceptos del Derecho Mercantil, más específicamente del Código de Comercio, que regulan las compraventas mercantiles ordinarias, ya que este tipo de contrato presenta modalidades distintivas que lo caracterizan como una operación exclusivamente bursátil, con caracteres específicos, los que se derivan de las dos grandes categorías en las que se dividen las operaciones de bolsa, las cuales son las operaciones al contado y las operaciones a plazo.

Como dije en el párrafo anterior, las operaciones de bolsa pueden dividirse en operaciones al contado y en operaciones a plazo, según que la negociación concertada se ejecute en el momento de la perfección del contrato o en un plazo más lejano. Además existe una operación característica bursátil conocida con el nombre de "Arbitraje en Bolsa".

La operación al contado no necesita más que aquellos plazos que sean necesarios para que los títulos objeto de negociación y que hayan sido vendidos se entreguen al Agente de Bolsa y éste - el agente de bolsa - los entregue a su vez al cliente comprador. Es preciso aclarar que no hay una entrega instantánea, es decir, inmediata, de títulos contra el dinero en efectivo determinado por la negociación, es decir, que las obligaciones se cumplan simultáneamente, haciendo la entrega del dinero contra la entrega de los títulos como si se tratara de una compraventa cualquiera. Se dice que hay entrega inmediata, aunque esto es impropio, ya que lo que se pretende determinar es el tiempo preciso que sea necesario para la ejecución material de las transmisiones tanto de dinero en efectivo como de títulos, una vez que se haya verificado la negociación. Es decir, que teóricamente las operaciones bursátiles al contado, consisten en el cambio inmediato del valor mobiliario o título representativo del mismo, por el dinero en efectivo que representa el precio de dichos valores o cotizaciones de la esencia de la operación que se otorgue plazo o término alguno para la entrega de los títulos vendidos, ni para el pago de aquellos títulos vendidos ni para el pago del valor de los títulos que hayan sido adquiridos por medio de la operación.

Las obligaciones contraídas por las partes se concluyen, se consuman, simultáneamente, bajo la reserva de aquellos plazos necesarios, que han sido previstos reglamentariamente por los usos normativos bursátiles, para que se pueda realizar la materialidad de la entrega de los títulos y del dinero por parte del Agente de Bolsa vendedor, al Agente de Bolsa comprador de los títulos y del dinero que son destinados al cliente comprador o vendedor.

Bajo el punto de vista económico, la operación al contado se concibe como una colocación de fondos o disponibilidades líquidas, cuando éstas inversiones tienen por objeto formar o fomentar una cartera de títulos o aprovechar una coyuntura favorable cuando se compran con la intención de una venta posterior con el objeto de beneficiarse pecuniariamente con las diferencias de cotización, es decir, que se opere con un fin especulativo, entendiéndose por especulación la previsión, o el cálculo de ganancia fundada en la diferencia de precio entre el momento de la compra y de la venta, la labor intelectual o estudio teórico del mercado, o para decirlo en las palabras de Kostolany "Especular es preveer". Es mirar más allá de las signuosidades de la Bolsa; mirar y descubrir las corrientes profundas de la época".

No obstante que las operaciones al contado no tienen la importancia de las operaciones a plazo, en donde el crédito juega un papel de máxima relevancia ya que en la operación al contado es preciso operar con títulos y dinero a la vista; pero no obstante esta circunstancia, las operaciones al contado pueden adquirir una fuerza financiera insospechada al aplicarse el crédito a las mismas.

Por lo regular, es decir, salvo excepciones específicas, las operaciones al contado en los mercados de valores, son una mínima

parte de lo que constituye en esencia el mercado bursátil y sólo cubre una parte de lo que es la característica, esencia y función de la Bolsa.

En términos generales, las Bolsas establecen como plazo para la ejecución de las operaciones al contado, antes de que se abra la próxima sesión bursátil, en la cual fue concertada la operación. Es preciso aclarar que concertada una operación de bolsa, sin que se llenen las formalidades y los requisitos de la misma en el caso de ser operación al contado, es decir, de aquellas formalidades que le dan la característica de operación al contado, pierde la negociación, el carácter de operación bursátil al contado y se convierten en consecuencia en una deuda particular, careciendo de las características de las obligaciones contraídas por medio de las operaciones de bolsa. Por ejemplo, supongamos que se celebra una operación al contado pero que al verificarse la venta no se hizo entrega de los valores objeto de la misma al comprador. Como consecuencia, esta circunstancia impide que el comprador se considere dueño de los valores mobiliarios objeto de la negociación para los efectos de la reivindicación e impedir que no queden afectos a responsabilidades que pudiese tener el vendedor con terceros ajenos a la negociación.

Resumiendo: la operación de contado es un contrato de compra-venta de títulos valores o de títulos de crédito, en los cuales, el cumplimiento de las obligaciones contraídas por los contratantes deben de cumplirse, de ejecutarse, de liquidarse, en el término fatal señalado por los usos normativos bursátiles, inherentes a la naturaleza de este tipo de contrato. Son contratos de ejecución instantánea, en que las prestaciones deben de efectuarse sin dilación alguna posterior al acuerdo de voluntades; en consecuencia el vendedor está obligado a entregar en el

plazo determinado por la Bolsa, los títulos objeto de la venta y el comprador está obligado a recibir dichos títulos satisfaciendo el precio convenido, en el mismo plazo.

Esta necesidad de entrega inmediata de los títulos objeto del contrato y del precio pactado, impone por lo regular, salvo que se utilice el sistema crediticio, que el Agente de Bolsa, pueda exigir al inversionista que le ha dado la orden de compraventa al contado, que le entregue antes de llevar a cabo la operación los títulos objeto de la misma o los fondos líquidos destinados a pagar el precio de títulos a adquirir.

Las operaciones a plazo por el contrario de aquellas concertadas al contado suponen - es inherente a ellas - la concesión de plazos para la entrega de los títulos objeto de la operación y el pago en dinero de los mismos, con vencimientos uniformes, fijados de antemano por el organismo bursátil.

Las operaciones a plazo son consideradas como el alma y la quinta esencia de un mercado financiero activo, hasta el grado que en los lugares adonde se ha intentado la supresión de esta clase de mercado, dicha supresión ha ocasionado la paralización de la vida de las Bolsas de Valores.

Debe de aclararse que las operaciones a plazo, lo mismo que las operaciones al contado, no son específicas de los mercados bursátiles, sino que más bien pudiera decirse, que las Bolsas las han tomado de las transacciones mercantiles entre comerciantes. Así vemos como muchos antes del siglo XII los mercaderes de las ciudades del Norte de Italia realizaban operaciones a plazo sobre diversos tipos de mercancías y que a principios del siglo XVIII ya se realizaban opera-

ciones bursátiles a plazo en Amsterdam y Londres, trasladándose este tipo de operaciones posteriormente a Francia.

La designación de mercado a plazo con la que se conocen este tipo de operaciones no es adecuada, pues la palabra plazo, da la idea de el tiempo durante el cual puede cumplirse una obligación que ha sido contraída y esta idea demasiado amplia no puede aplicarse a todas las operaciones a plazo, ya que hay operaciones que no son a plazo propiamente dicha; por ejemplo aquellas que han de consumarse en una fecha determinada, las que son calificadas por la doctrina mercantil como "obligaciones a término" y podríamos decir que únicamente las "operaciones a voluntad" son las únicas que verdaderamente pueden ser calificadas como obligaciones a plazo propiamente dichas.

En realidad las operaciones de bolsa son de diversa clase y naturaleza, y jurídicamente es difícil dividir el mercado bursátil en dos tajantes divisiones de operaciones al contado y operaciones a plazo, pero tradicionalmente así se ha hecho contra toda base jurídica.

Repetimos que las operaciones a término o a plazo, son aquellas en que a la perfección del contrato no le sigue, inmediatamente, la consumación, la ejecución y la liquidación del mismo, sino que entre ambos momentos, en el del concierto de la operación y la ejecución del mismo, existe un lapso, fijado de antemano por el organismo bursátil - la Bolsa - de acuerdo con los usos bursátiles.

El aplazamiento de la fecha de ejecución de la operación, se refiere a las prestaciones de ambos contratantes, es decir, tanto a la entrega de los títulos objeto de negociación, como al pago del precio convenido, en consecuencia en la operación típica a plazo no se trata

de una concesión de crédito por parte de ninguno de los contratantes, sino de un aplazamiento bilateral de la consumación de la operación, en vista de que así conviene a los intereses de cada uno de los contratantes.

Hay autores que clasifican las operaciones a plazo en dos grupos: operaciones en firme y operaciones condicionales. A mi manera de ver esta clasificación da un concepto demasiado amplio de lo que jurídicamente se entiende por condición, en vista que en ciertas operaciones a plazo no existe condición alguna, sino que se trata de tipos diferentes de obligaciones las que han sido contraídas por las partes.

Las operaciones a plazo se pueden clasificar de la siguiente manera:

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

b) 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 de vencimiento, una de ellas puede, libremente, escoger entre el cumplimiento de las obligaciones convenidas o la resolución o rescisión de la operación, 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 3 personas por ejemplo B compra a A al contado un título y lo vende a plazo a C a ma

yor 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 desea realizar negociaciones con los mismos.

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 la que se lleva a cabo la perfección de la operación sobre el objeto, de la misma - sobre los títulos valores mobiliarios bursátiles 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.

A través del desarrollo histórico de los mercados de valores que han reglamentado las operaciones a plazo pueden distinguirse tres sistemas: a) el sistema liberal, en el que ~~con~~entera libertad se permite llevar a cabo toda clase de operaciones en bolsa, sin hacer diferenciaciones entre operaciones al contado y operaciones a plazo; b) el autoritario o absolutista en la que se prohíbe totalmente las negociaciones a plazo y, c) el intervencionista o mixto que admite las operaciones al contado y a plazo sometiéndolas a una reglamentación especial tanto en el fondo como en la forma de las mismas. Al aplicarse el sistema mixto se han seguido tres procedimientos distintos según el carácter con que actúen en bolsa los agentes mediadores bursátiles.

1.- 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 contratantes y los que, por tanto, resultan obligados directamente, sin que pueda exigirse al agente el cumplimiento de la operación concertada. Al adoptar este sistema se limita la actuación del Agente de Bolsa a la de simple intermediario.

2.- El sistema de comisión, por medio del cual, los Agentes de Bolsa actúan como comisionistas, o sea en nombre propio y por cuenta ajena, por lo que los contratantes en las operaciones bursátiles son los Agentes de Bolsa, resultando como consecuencia responsables directos del cumplimiento de las operaciones concertadas por ellos.

3.- El sistema de depósito. En este sistema, los agentes bursátiles actúan ya sean como agentes o como comisionistas, pero se requiere que efectúen el depósito previo de los objetos sobre los que recaiga la negociación a plazo.

Se conoce en técnica bursátil con el nombre de "ARBITRAJE", o "OPERACIONES DE ARBITRAJE", las negociaciones de compra y venta simultáneas en mercados de valores - bolsas - diferentes, de una misma especie de valores mobiliarios, llevadas a cabo con el objeto de lucrar con las diferencias de cotización que se presentan en las distintas bolsas.

Esta operación es posible, en vista que las cotizaciones alcanzadas por títulos representativos de la riqueza mobiliaria de la misma especie en las distintas Bolsas de Valores, son distintas como consecuencia natural de la apreciación subjetiva que influye preponderantemente en el movimiento de los valores mobiliarios y de los excesos de oferta en una Bolsa relacionados con la demanda sobre el mismo valor

mobiliario en otra.

Este tipo de operaciones, también puede realizarse en una misma Bolsa; pero debido a la naturaleza especial de la operación únicamente se verifica en casos excepcionales, como por ejemplo en las cotizaciones de derecho de suscripción de acciones en las sociedades anónimas, cuando éstas han aumentado su capital social; cuando se realizan compras y ventas simultáneas de los nuevos títulos emitidos por la sociedad al aumentar el capital y de los títulos emitidos con anterioridad por la misma sociedad; en el caso de adquisición de obligaciones convertibles; pero todas estas operaciones siempre deben de tener por objeto, obtener una diferencia en el cambio entre la venta y compra de los distintas operaciones realizadas sobre el mismo tipo de títulos.

Pero las verdaderas operaciones típicas de arbitraje, son las que se llevan a cabo durante una sesión bursátil entre distintas Bolsas comprando determinados títulos valores o títulos de crédito en una de ellas en la que los cambios son más favorables - más bajos - y vendiéndolos en la Bolsa donde son más altos.

La corriente de dinero en efectivo, donde los cambios son más bajos y la afluencia de títulos donde éstos son más altos, tiende a acortar las diferencias de cotización y a nivelar los cambios entre las distintas bolsas.

En consecuencia un concepto comprensivo de la operación de arbitraje sería el siguiente: la operación que tiene por objeto la compra y venta simultánea de valores idénticos en Bolsas distintas, aprovechando las diferencias de cambio entre ellas. También se aplica esta designación, a la operación combinada de comprar y vender en la misma se

sión bursátil, acciones nuevas y viejas de una sociedad o derechos de suscripción y acciones viejas con la misma finalidad.

Las condiciones esenciales para que se verifique una operación de arbitraje son las siguientes:

a) Debe de tratarse de operaciones simultáneas de compra y venta o viceversa.

b) Las operaciones han de ser inversas entre sí, una compra o una venta compra.

c) Debe de llevarse a cabo sobre títulosvalores o títulos de crédito de la misma especie.

d) Debe de realizarse sobre cambios diferentes para que pueda originarse el beneficio previsto como objeto de la operación.

Es indudable que las diferencias de cotización que se presentan en este tipo de operaciones, no son todas o más bien dicho no traen como resultado la integridad de beneficios netos, ya que la realización de este tipo de operación, como las de cualquier otra clase de operación de bolsa, entraña gastos que deben de ser satisfechos por el inversor, tales como la comisión de corretaje de la compra y de la venta, la remesa de los valores y de los fondos, etc.

Los Arbitrajes en Bolsa o las Operaciones de Arbitraje, se clasifican de acuerdo con los mercados en donde se realizan este tipo de operaciones: a) se denomina Arbitraje Local cuando aquél se lleva a cabo en una misma Bolsa; b) Nacional cuando se realiza en Bolsas distintas de una misma nación; c) Internacional cuando las negociaciones se llevan a cabo en Bolsas de distintas naciones; d) Perfecto cuando se refiere a aquellas operaciones de arbitraje clasificadas como nacionales e internacionales; e) Imperfecto cuando se refiere a los arbitrajes loca

les; f) Directo cuando es entre dos Bolsas; g) Indirecto cuando interviene en la operación una Bolsa intermediaria, con el objeto de poner en juego la conversión de monedas; h) Arbitrajes de títulos; i) Arbitrajes de cupones; etc.

Los arbitrajes en operaciones bursátiles internacionales hacen intervenir el cálculo de la conversión de moneda, lo que naturalmente complica un poco más la realización de los mismos. En ocasiones se han tratado de prohibir este tipo de operaciones, pero la prohibición de los mismos ha dado resultado nefasto para las economías nacionales de los países en donde éstas prohibiciones se han impuesto. Por ejemplo, en la época de prohibición de este tipo de operaciones en la Bolsa de París, un mismo valor llegó a tener en el mismo día diferencias de cotización hasta más de 1.200 francos en relación con la libra esterlina de las operaciones verificadas entre Londres y París.

Las operaciones de arbitraje internacional requieren por parte de quien realiza inversiones en este tipo de operaciones bursátil, conocimientos técnicos precisos, ya que en este tipo de operaciones no debe de servir como método el capricho o la intuición.

Innumerables valores que son considerados internacionales, se cotizan simultáneamente en Bolsas de distintos países. Las transacciones que se llevan a cabo sobre este tipo de valores son bastas, produciendo como dije anteriormente, diferencias de precios en un mismo valor, en las distintas Bolsas en que se cotizan. Estas diferencias de cotización pueden durar cierto tiempo, pero en ocasiones únicamente registran el cambio por algunas horas o aún por minutos.

Antes de la guerra de 1914 (la Primera Guerra Mundial), se realizaban grandes operaciones de arbitraje entre París y San Peterburgo

sobre los valores rusos. En la actualidad son particularmente intensas las operaciones de arbitraje que se llevan a cabo entre las plazas de Londres, Bruselas, Nueva York y Ginebra.

Desde el punto de vista financiero, la actitud del inversionista en las operaciones regulares de bolsa es tratar de preveer las diferencias del curso en el tiempo, en cambio el que realiza operaciones de arbitraje pretende obtener provecho de las variaciones de cotización en el espacio.

En la actualidad este tipo de operaciones se ha complicado a causa de las restricciones impuestas sobre las mismas, tales como los controles de cambio y otras medidas fiscales.

Los arbitrajes en bolsa tejen una red alrededor de todas las Bolsas del mundo y rebasan los marcos de las transacciones sobre los valores.

Considero oportuno referirme a un caso de arbitraje para ilustrar este tipo de operaciones, relatado por Kostolany: la operación de arbitraje se llevó a cabo en los primeros años de la postguerra que siguieron a la Segunda Guerra Mundial. Terminada la lucha, empezó a florecer nuevamente en Francia el ritmo financiero. El período de guerra había paralizado la circulación de capitales. A las dificultades del cobro de los cupones de valores extranjeros se añadía la desconfianza existente entre el público. Los valores fueron escondidos esperando mejores tiempos para volver a aparecer en el mercado. La mayoría de los poseedores de títulos consideraron adecuado liquidar los títulos, transformándolos en oro. Por la liquidación de los títulos, el oro llegó a sustituir las acciones de las minas de este metal, lo que trajo como consecuencia que se iniciara una formidable operación en los cuatro

extremos del mundo. Los especialistas en este tipo de operaciones abrieron las fronteras para encausar los títulos hacia Ginebra en donde los pusieron a disposición de un arbitrajista norteamericano, quien ofrecía dólares a cambio de los mismos. Gracias a los dólares proporcionados por el arbitrajista norteamericano, los lingotes, los napoleones y los soberanos, iban a poder encaminarse hacia Francia. La operación se llevó a cabo de la siguiente manera: el arbitrajista norteamericano encaminó los títulos desde Ginebra hacia un país donde la fiscalización era menos pesada, la Habana, Cuba.

La ocupación de Francia por las fuerzas alemanas había provisto a estas acciones de una lista de cupones atrasados cuyo pago había sido suspendido. Llegados a Cuba estos títulos, posteriormente fueron transferidos a Londres en donde el pago de los mismos se efectuó en dólares exentos de impuestos. Se desprendieron los cupones vencidos y los títulos se encaminaron hacia Nueva York habiéndolos mandado nuevamente hacia la Bolsa de Londres para que fueran vendidas estas acciones; el comprador británico pagó el valor de los títulos que adquiriría en libras esterlinas bloqueadas, según la política económica seguida por Inglaterra durante la época de la guerra, por cuanto el dinero objeto de la negociación era únicamente apto para poder adquirir otros valores en la Bolsa de Londres.

El arbitrajista norteamericano con las libras bloqueadas obtenidas por medio de la negociación, llevada a cabo en la Bolsa de Valores de Londres, compró, en dicha Bolsa, deudas del Estado Brasileño, así como valores industriales y comerciales argentinos de diversas clases. Posteriormente encaminó los títulos hacia los países de origen, la Argentina y Brasil, los cuales estaban deseosos de repatriarlos. En

la Argentina y en Brasil, los títulos fueron pagados en cruzeiros y en pesos bloqueados, porque en ambos países se había impuesto el sistema que el cruzeiro y el peso podían utilizarse únicamente para productos cuya exportación debía de ser estimulada: el café, el cacao, el algodón brasileño y también la carne congelada argentina.

En consecuencia el arbitrajista norteamericano disponía de cruzeiros y de pesos bloqueados pero todavía no le habían sido reembolsados los dólares que había sacado de Ginebra.

El Brasil y la Argentina habían adoptado como política económica que sus productos de exportación que se enviaran a Norte América deberían de pagarse en dólares, pero los países japoneses y finlandeses, sí tenían opción para adquirir los productos de exportación brasileños y argentino con monedas bloqueadas. En esta forma el arbitrajista norteamericano vendió sus créditos bloqueados en Helsinki y en Tokio en donde se le autorizaba a transportar los productos de exportación brasileños y argentinos que estos países negaban a los Estados Unidos de Norte América a menos que los pagaran en dólares. El movimiento de la operación continuaba, Finlandia dirigía parte de sus compras hacia Rusia, como pago de las deudas que había contraído anteriormente, en esta forma, Finlandia país pobre y asolado por la guerra disponía sin embargo de dólares con los que podía pagar al arbitrajista norteamericano; estos dólares los había adquirido Finlandia en virtud de las exportaciones que efectuaba de pulpa de papel proveniente de los bosques del Norte. Ahora bien ¿por qué Helsinki o Tokio adquirieron monedas bloqueadas para comprar mercancías que hubieran podido obtener directamente en vista que poseían dólares? Para encontrar las razones de esta operación es necesario remontar

se al origen del arbitraje en París.

El público francés se encontraba obsesionado por el oro y deseoso de deshacerse de las acciones de las minas, las cuales las había liquidado a precios irrisorios. En esta forma el arbitrajista norteamericano se encontraba en la posibilidad de vender sus cruzeiros y sus pesos a un precio suficientemente módico para que Finlandia no hallara ventajoso el pago de las importaciones en dólares. Para el arbitrajista norteamericano la operación podría decirse que había terminado una vez que se hubiera cerrado el círculo y que hubiera recuperado los dólares invertidos pero se presentaron distintas variaciones sobre el mismo tema.

Una casa de Beirut especializada en el comercio de metales, había descubierto una falla en la legislación. En esta forma y bajo ciertas condiciones, transfería las libras esterlinas inglesas, al crédito de su banco dinarmarqués. Estas libras le podían servir para comprar materias primas procedentes del imperio británico. Bajo el pabellón danés, el estaño de Singapur y el caucho de Malasia navegaron hacia Rotterdam. Cuando los Estados Unidos de Norte América pagaran en dólares, el círculo se cerraría nuevamente.

La tercera variación tuvo su base en una falla del mismo tipo. Unos acuerdos con el banco de Inglaterra permitían a Dijibuti comprar plata con las famosas libras esterlinas. Este metal se encaminaba hacia la casa de la Moneda de Viena, donde era acuñado en tableros María Teresa. De regreso a Dijibuti, éstos eran adquiridos por quienes luego los utilizaban para realizar sus compras en Abisinia, en donde esta moneda tenía curso legal. En esta forma como los compradores

de tableros pagaban en dólares volvía a cerrarse nuevamente el círculo.

A estas alturas, en las que se mezclaban las monedas y las mercancías ¿qué había ocurrido con las minas de oro que habían sido vendidas en Londres? Una parte de estos títulos había ido a parar a Johannesburg, Africa del Sur, para ser cambiados por valores ingleses que regresaron a Inglaterra, en vista de que los días que siguieron a la Segunda Guerra Mundial habían provocado un gran movimiento de repatriación de valores nacionales; en esta forma los argentinos volvían a comprar sus cervecerías y ferrocarriles, los brasileños sus deudas del Estado, los sudafricanos sus minas de oro, y los ingleses los distintos valores retenidos fuera de sus fronteras. Esta ola de repatriación de valores alcanzó entonces a otros países y a otros mercados del mundo.

El resto de aquellos valores se transformó de valores al portador, en títulos nominativos, los que se pusieron en circulación en Inglaterra y volvieron a la Bolsa de París.

Todas estas transacciones proporcionaron a los que intervinieron en ella beneficios sustanciales, a pesar de los gastos incurridos, y en esta forma cada vez los beneficios hacían mover el resorte que desencadenaba una nueva transacción. Los millones provenientes de dichas transacciones representaban las diferencias entre el precio de venta, en la primera salida clandestina de los títulos hacia Suiza y el precio oficial de compra a su regreso a Francia.

He aquí otro caso curioso de arbitraje.

En los años de la postguerra, Francia que se encontraba esca

sa de divisas había impuesto reglamentaciones severísimas en lo que atañía a valores extranjeros.

Los portadores franceses de estos valores tuvieron que colocarlos en depósitos en los bancos, bajo la extrema vigilancia del Estado. La lista de valores elaborada por el Gobierno que tenía que depositarse, omitió únicamente aquellas acciones sin importancia, y obligaciones paralizadas e invendibles en el extranjero y que por consiguiente no eran susceptibles de aportar divisas a Francia. Estos valores de segundo orden, eran descartados, siendo los únicos que estaban fuera de las reglamentaciones dichas o sea del depósito de los mismos.

El control de cambios había creado límites muy estrictos a la importación y a la exportación de valores extranjeros, por ejemplo, no se podía importar ningún valor extranjero a París si no se exportaba otro valor del mismo importe, para proporcionar las divisas correspondientes. En esta forma se pretendía obtener automáticamente un equilibrio.

En esta época, los valores petrolíferos y en particular las acciones de la Royal Dutch, eran los preferidos en Francia; para introducir en Francia acciones de la Royal Dutch se tenía que hacer salir otro valor extranjero de un importe idéntico.

Habían ciertas obligaciones japonesas que se encontraban paralizadas, las que no habían sido incluidas en la lista oficial elaborada por el gobierno francés de las que debían depositarse. Las negociaciones entre el gobierno francés y el gobierno del Japón habían quedado sin efecto. Muy poca gente de los que negociaban en la Bolsa de París

conocían estos títulos y aun eran menos conocidos en el extranjero. Pero ocurrió el fenómeno que repentinamente las obligaciones japonesas empezaban a surgir en Suiza formando un mercado cada vez más nutrido. En París se rumoraba que Suiza era compradora. Efectivamente ciertos bancos especializados en arbitraje compraban sin espera y la gente bien informada sabía que eran para volver a venderlos en Suiza.

En cambio, en Suiza corrían las voces de que París era el comprador. En realidad los bancos suizos arbitrajistas compraban sin cesar y la gente informada de estas operaciones sabía que era con el objeto de que volvieran a venderse en París.

Se suponía en París que los suizos estaban al corriente de una probable solución con el Japón y viceversa los suizos creían que los franceses tenían noticias favorables acerca de las negociaciones que se realizaban para la liquidación de las obligaciones con Tokio.

Como consecuencia de estos rumores, las cotizaciones de dichos valores subían poco a poco, hasta que los títulos rebasaron los límites del sentido común, pero el Imperio Japonés seguía sin proponer ningún arreglo para liquidar sus obligaciones.

El objeto de todas estas operaciones era el siguiente: el mercado francés pretendía proporcionarse acciones de la Royal Dutch, los arbitrajistas compraban los títulos en las Bolsas suizas para venderlos en París. La operación era legal, con la condición de que se pudiera pagar con divisas conseguidas vendiendo otros valores extranjeros exportados de París a Suiza. Consecuentemente era necesario encontrar un valor extranjero que se pudiera comprar en París en cantidad

suficiente y venderlo en Suiza sin pérdidas. Las obligaciones japonesas se acomodaban maravillosamente a esta operación, porque se podían adquirir en Francia en cualquier cantidad y venderse en Suiza por cualquier cantidad, ya que en Suiza otros arbitrajistas compraban obligaciones japonesas y las mandaban a Francia, algo irregularmente y las vendían en la Bolsa de París. Con el contravalor en francos franceses, se procuraban divisas extranjeras en el mercado paralelo para pagar sus compras en Suiza. En consecuencia la situación real era que los mismos títulos iban de un lado a otro entre Francia y Suiza. Los grandes bancos de arbitraje mandaban las obligaciones japonesas de París a Zurich y los arbitrajistas mandaban de nuevo exactamente los mismos papeles hacia París. Lógicamente la cotización no hubiese tenido que cambiar, porque había exactamente el mismo número de títulos en la compra y en la venta en ambos extremos, pero los que realizaban estas transacciones pretendieron obtener un índice de liquidación favorable rompiendo el equilibrio y esto prosiguió hasta el día en que hubo una liquidación pésima para los portadores de obligaciones e hizo bajar las cotizaciones en un 50% al nivel de liquidación. Así terminó este caso de arbitraje.

Habiendo explicado en resumen las distintas clases de operaciones bursátiles deben de exponerse los principios de carácter universal necesarios para la ordenación de la función bursátil o sea de las operaciones de bolsa, los cuales son los siguientes:

a) Que el mediador en bolsa no puede ser mercantilmente comprador y vendedor por cuenta propia.

b) Que la contratación sea colectiva mediante el corro único.

c) Que sea intervenida por personas expertas sin interés directo en el precio.

d) Que la cotización se establezca a base de la constancia documental de la operación.

e) Que a través de un listín único, públicamente se dé a conocer la justa estimación común de los valores en un momento dado.

f) Imparcialidad asegurada, mediante la independencia de los órganos bursátiles de la administración del Estado.

Desde el punto de vista jurídico, la función bursátil, debe de responder a los principios universalmente admitidos, los que pueden condensarse de la siguiente manera:

1o) División entre la parte principal y la accesoria, en forma tal que el mediador no pueda nunca ser mercantilmente comprador o vendedor por cuenta propia, es decir, contra parte en la operación de bolsa.

2o) La negociación sobre los valores mobiliarios debe de realizarse a base de contratación colectiva, mediante el corro único, intervenida por personas expertas en este tipo de negociaciones sin interés directo en el precio, concertadas las operaciones, sobre cláusulas que constituyen sus partes esenciales, las cuales han sido previamente determinadas por el Derecho consuetudinario de la Bolsa en la cual se verifica la operación.

3o) La cotización debe de establecerse con base en la constancia documental de las operaciones realizadas extendida por el agente mediador.

4o) La emisión de un listín único, que públicamente dé a conocer

a los inversores, la justa estimación común de los valores negociados en un momento determinado, es decir, en cada sesión bursátil.

5o) Previo examen de los valores y autorización de los mismos para ser objeto de contratación e imparcialidad asegurada el organismo bursátil, mediante la independencia de los órganos bursátiles del Estado. Resumiendo lo anterior puede decirse que la organización de una Bolsa de Valores se debe subordinar a lo que constituye la esencia de la función bursátil, la cual es la siguiente:

El fin esencial de la Bolsa de Valores, es la fijación del precio justo, mercantilmente denominado "precio corriente" y bursátilmente "cotización".

Responder a las características esenciales de la función bursátil en cuanto a las personas, debe de hacerse la división personal concretando quiénes actúan por cuenta propia y cuáles obran como mediadores, estableciendo la incompatibilidad entre ambas actuaciones.

En cuanto a las cosas objeto de negociación. El examen previo de los títulos que serán objeto de negociación en la bolsa para comprobar que reúnen los requisitos exigidos por las leyes, los usos normativos bursátiles y que responden a la realidad económica que representan; es decir que guardan la debida relación de título a valor.

Como última característica es la que se refiere a los actos. Únicamente se deben de considerar operaciones de bolsa aquellas en las que interviene un Agente de Bolsa o mediador. La unidad de contratación y cotización por medio del corro único y la formulación de la relación contractual de acuerdo con lo preceptuado en las leyes mercantiles, independientemente de la forma en que se efectúe la liquidación

y la publicidad garantizada.

COMO SE FIJAN LOS PRECIOS EN EL TRAFICO BURSATIL

En términos generales puede afirmarse, que la función bursátil se encamina a determinar o a fijar, el precio justo o corriente de los valores mobiliarios que se negocian en Bolsa, es decir, a fijar la cotización de los mismos. Con el objeto de que la cotización sea la representación real de dicho precio, se toman las mayores seguridades y garantías por medio de la constancia documental de las operaciones, la publicación de las mismas y de la escrupulosa selección de los títulos, o sea, de los efectos que van a ser objeto de negociación en Bolsa, para ser admitidos a la cotización bursátil.

Por medio de la organización bursátil se pretende que la cotización sea el reflejo del justo precio de los títulos negociados en Bolsa. Su importancia económica, basada en la realidad contractual es determinar la dirección y los límites de las inversiones de capital.

Los elementos constitutivos de las razones por las cuales los valores mobiliarios requieren un precio determinado, son múltiples, pudiendo señalarse como las más importantes las siguientes:

a) El incremento del patrimonio del ente emisor de los valores mobiliarios, cuya propiedad está respaldada por los títulos representativos de esa riqueza mobiliaria. Este incremento patrimonial del ente emisor, puede llevarse a cabo ya sea por las revalorizaciones de su activo o mediante la acumulación de sus reservas.

b) La rentabilidad de los títulos representativos de la riqueza mobiliaria.

c) La devaluación del dinero, con el objeto de poder mantener la integridad del valor de la inversión.

d) La especulación, que deberá de tener en cuenta la coyuntura de los entes emisores y la coyuntura de la economía general.

En virtud de estos elementos que se han señalado, la Bolsa fija un precio o cotización para los títulos que en ella se negocian.

En el orden jurídico la cotización tiene una preponderancia específica, en vista que establece por sí misma y sin necesidad de otros elementos, el precio para la conclusión y la liquidación de los negocios comerciales, porque tal como lo dije al hacer referencia al concepto de Bolsa de Valores, el precio corriente o cotización determinado por la Bolsa, tiene significación aun para los negocios que se concluyen fuera de la misma. Por ejemplo hay disposiciones en nuestra legislación que se refieren al precio corriente de plaza, tal es el caso de los artículos 107 inciso primero, 113 inciso tercero y 159 numeral primero del Código de Comercio y del artículo 1612 del Código Civil.

El mercado de valores mobiliarios bursátil, es el escenario en el que se efectúan las causas que contribuyen a la fijación de los cambios y a sus oscilaciones. Estos factores que determinan las fluctuaciones de los precios bursátiles, los movimientos de los mismos y su duración, son los que atraen principalmente la atención del inversor, porque son los que contribuyen a la elección del momento determinado y propicio para realizarla.

Cada momento en Bolsa es definido por un precio, un cambio, un número, que no es sino un eslabón en el curso de los cambios; es un momento en la vida del valor del título, un punto que tiene antecesores

y tiene sucesores.

Las Bolsas determinan las horas de contratación; al mismo tiempo que determinan las cotizaciones de apertura, media y cierre. Tal como se ha hecho referencia anteriormente, las negociaciones en Bolsa se conciertan sobre grupos de valores que presentan características similares o análogas; por lo regular en las Bolsas de Valores estos grupos se dividen en valores de renta fija y en valores de renta variable.

El ingreso en la inversión en valores, se lleva a cabo por la orden de compra, la cual debe de contener la designación del valor, la cantidad de títulos o dinero a invertir, el cambio, el plazo y las demás modalidades que le convengan al inversor que se haga constar.

Una vez que al Agente de Bolsa se le ha dado la orden, se incorpora al "corro" de la Bolsa anunciando su posición de viva voz con las palabras "tomo" cuando pretende comprar y "doy" cuando pretende vender y se concierta la operación después de los tanteos sobre el precio, fijando su cambio. Todos los factores que ejercen su influencia sobre la oferta y la demanda de los valores mobiliarios, se concentran en ese momento para dar lugar a dicho cambio. Para poder llevarlo a cabo - tal como se ha hecho referencia en los párrafos anteriores -, se exige un número mínimo de títulos, el que varía según la Bolsa y según la cotización del mismo. El cambio se expresa por un porcentaje sobre el valor nominal del título o por el precio corriente de los títulos que se expresa en las unidades monetarias correspondientes.

La negociación en Bolsa tiene un carácter colectivo y público, en vista que mientras más amplio sea el mercado, mayor número de tí

tulos son objeto de contratación y consecuentemente mayor número de personas colocan y retiran los fondos provenientes del ahorro, por lo cual menos puede influir la posición de compradores o vendedores en uno solo de esos valores. De la multiplicidad de ofertas y demandas surge la estimación real en ese momento y la formación correcta del precio.

Una vez que se ha acordado un cambio por medio de una transacción, éste se anuncia en las pizarras de la Bolsa y por medio de los "Tickers", las cuales se encuentran a la vista de los asistentes de la sesión bursátil. Finalizada la sesión, la Bolsa hace la comparación de los cambios y fija la publicación de los mismos en el boletín de cotización. La publicación del precio de las transacciones, después de cumplidas estas formalidades, lo transforma en cambio bursátil u oficial.

De lo dicho anteriormente se deduce, que los cambios no son más que uno de los elementos en el acuerdo entre la oferta y la demanda de los valores mobiliarios, es decir el precio de un contrato de compraventa de títulos. Es necesario aclarar, que un cambio aislado no tiene más significación ni alcance que el meramente convencional; no expresa más que el convenio al que han llegado en un momento determinado el comprador y el vendedor para llevar a efecto una transacción. La particularidad consiste, en que en vista que la contratación es pública, el cambio no es una estimación privada del valor de los títulos contratados, pero en verdad, para las personas que no han tomado parte en el contrato o tanteo, el cambio no tiene significación alguna; quienes no han participado en su formación, quienes no han reali-

zadas operaciones de compra o venta ese día, no tienen porque aplicarse el cambio, en vista que este les es totalmente ajeno, en consecuencia puede tener un valor muy relativo y débil en los precedentes bursátiles.

Cosa distinta es la sucesión de unos cambios durante un período determinado. Esta sucesión presupone la suma de una serie de acuerdos a través de la cual puede obtenerse una apreciación racional del precio definitivo de un valor mobiliario, porque el número de contratantes es mayor; este sistema de valorización basado en el concurso público y la reiteración de los cambios, es sin duda el que mayor certeza pueda dar a la valorización de un patrimonio determinado, en vista que significa un plebiscito público llevado a cabo por un número indeterminado de personas y tiene significación especial porque una línea determinada de cambios revela una "tendencia" general, expresa la conciencia general y pública en la apreciación de los hechos que influyen en las inversiones. El cambio es el fruto de la lucha entre la oferta y la demanda; si la tendencia es al alza, la opinión dominante es la de los compradores y si es a la baja de los vendedores u oferentes. Todos los factores que intervienen en la fijación de los cambios, actúan a través de la oferta y la demanda, es decir, que la función bursátil pretende que los precios logrados por los títulosvalores o títulos de crédito, sean el resultado directo de un comercio legítimo y público y que el hecho que los precios de un valor determinado sean altos, bajos, fluctuantes o estables, representen la opinión pública general y preponderante, de las valuaciones de compradores y vendedores, sin que en ellos haya influencia artificial alguna.

Cuando los factores a que he hecho referencia varían o se combinan de diversas maneras, dan lugar a diferentes cambios sobre los valores mobiliarios. Dichos factores, tienen su reflejo en la Bolsa a través de la opinión, de la interpretación que de los mismos le dan los inversionistas en Bolsa, en vista que cada inversionista que efectúa operaciones de compra o de venta, tiene necesidades, informaciones, temores y deseos diversos; ya que los acontecimientos de la vida económica influyen de distinta manera y contribuyen a formar una opinión que si tiene signo positivo se llama confianza en la inversión y cuando es del signo contrario, se traduce en la desconfianza en un valor mobiliario determinado. La opinión pública es la suma de las conciencias sobre las perspectivas de los negocios, el valor del dinero, la tasa de los impuestos, y otros factores análogos que contribuyen a la formación de la misma. Debe de aclararse que esta opinión pública preponderante tiene su germen y su desarrollo al margen de la Bolsa y acude a ella a comprar o a vender los valores, pero una vez que ha influido el curso de los cambios, adquiere entidad propia la opinión bursátil dominante y ejerce a su vez influencia sobre la vida económica general.

Cada inversor potencial en valores tiene una apreciación propia del título que desea adquirir o vender y del momento propicio bursátil; estas apreciaciones se alínean ya sea entre compradores o vendedores y de la combinación de ambas opiniones y necesidades, que pueden variar en cualquier momento, surge la marcha del mercado bursátil.

En vista que las opiniones pueden variar, es que los cambios

varían a la par que ellas. La sucesión de los cambios es precisamente el movimiento, la vida de la Bolsa, consecuentemente la Bolsa de Valores mobiliarios no es un mecanismo inerte, sino que es movido por la energía de los inversores. La Bolsa en sí, no sube ni baja; la Bolsa no es más que el lugar en que se realizan las transacciones, lo que cambia es el precio de los valores, porque varían los juicios de los inversores al interpretar los factores de la vida económica.

Las opiniones de los inversionistas por lo regular se contagian a través del mecanismo bursátil y la Bolsa en esta forma deja de ser un cauce para ejercer influencia psicológica.

Es muy difícil de precisar cuál de todos los factores que intervienen en la formación de los cambios es el factor o factores dominantes dentro de la oferta o la demanda y en qué grado ejerce cada uno preponderantemente su acción sobre éstos. El alza o la baja de los valores mobiliarios son la consecuencia, el saldo de los efectos producidos por esos factores, de la valorización que le dan los inversores a los mismos; son la suma del pensamiento colectivo sobre la compra o venta de títulosvalores o títulos de crédito.

Ahora bien, los factores determinantes de los cambios en Bolsa, influyen de diversas maneras según se trate de valores de renta fija o de valores de renta variable, ya que las alteraciones de los precios en estos tipos de valores, ya sea por la oferta o por la demanda, no pueden independizarse de la misma naturaleza de los títulos. Por ejemplo la perspectiva de beneficios, afecta en menor grado los valores de renta fija que a los de renta variable, ya que en la mayoría de los casos este tipo de valores - de renta fija - representan cer

tificados de créditos de deuda; a no ser que se trate de situaciones muy anormales, el factor de la perspectiva de beneficio, no cuenta en absoluto en los valores de renta fija, ya que es fuera de lo ordinario en el sistema financiero, que los entes emisores, no puedan efectuar sus gastos de financiación, tales como los intereses y la amortización de los mismos.

Las oscilaciones de los cambios en los valores de renta fija, no son determinados por la vertiente de la situación del ente emisor, sino más bien por el precio del dinero. Este tipo de apreciación responde a la naturaleza esencial de los títulos que representan los valores de renta fija, ya que en sí no representan otra cosa sino que una suma de dinero a la que se le ha atribuido un interés determinado. El tipo de interés para el dinero a largo plazo, es por consiguiente el factor básico que afecta las variaciones en los valores de renta fija; pero este factor determinante no actúa en una sola dirección ni aun en forma aislada, sino que la influencia que tiene en la determinación de los cambios es más compleja. Por ejemplo suponiendo que la remuneración o sea el interés que se da por la apropiación de capitales líquidos ajenos sube, lógicamente deben de ser más atractivas para el inversionista las nuevas emisiones de valores de renta fija y en consecuencia al ser atraídos por este tipo de valores, suben sus cambios. Pero con el objeto que estos valores de renta fija que se encuentran en circulación, ajusten la rentabilidad producida por ellos, a los nuevos tipos de interés, necesariamente habrá que producir una baja en los cambios. Supongamos que las entidades emisoras han emitido valores de renta fija al 6%, se hacen nuevas emisiones al 6.5 ó al 7%; el

efecto para los valores de renta fija y el dinero a invertir es opuesto, en vista que las oportunidades mejores de invertir deprecian las inversiones hechas a intereses más bajos, resultando como consecuencia una baja en los cambios porque este dinero puede encontrar mejores rendimientos y como consecuencia hay más afluencia de oferta, es decir de vendedores de títulos de renta fija. Este fenómeno puede presentarse también en sentido inverso al llevarse a cabo una baja en los tipos de interés, ya que si las oportunidades de colocación de dinero son menores y existe ahorros sin invertir, es lógico que las emisiones de valores de renta fija que se hagan en lo sucesivo serán a tipo más bajo de interés. Los inversores que se encuentran en posesión de emisiones más atractivas, no se desprenden de ellas y los nuevos títulos en circulación no perjudican la cotización de los antiguos. La "tendencia" lógicamente, será a que los cambios de éstos - los antiguos - suban para ajustarse a la rentabilidad corriente que va en descenso. Los ejemplos anteriores se dan bajo el supuesto que las fluctuaciones se desenvuelven dentro de un sistema de estabilidad monetaria; porque si los inversores potenciales están dominados al descender el precio del dinero, por la impresión de que posteriormente sobrevendrá la depreciación del mismo, por un alza general en el nivel de precios, el ahorro de capitales líquidos acude con menor intensidad a la adquisición de valores de renta fija, por estimar que los valores de renta variable pueden defender su patrimonio de la inflación. Si la desvalorización monetaria es muy grande, puede deprimir la demanda de los valores y orientar a la baja de los mismos. Resumiendo puede decirse: que no es un sólo factor el que condiciona la marcha de los cambios en los valo-

res de renta fija, ni que sus movimientos obedezcan a tendencias perfectamente definidas. El inversor en este tipo de valores, si bien está interesado, en comprar en el momento más propicio, por lo que le interesa la evolución de los cambios y los factores que influyen en ellos, coloca su dinero con la intención de despreocuparse de la marcha de los negocios del ente emisor, pues de no ser así invertiría en valores de renta variable y, en consecuencia se halla al margen de las fluctuaciones económicas, en esta forma, salvo casos excepcionales, el mejor momento para invertir en este tipo de valores de renta fija es aquél, en que los valores le ofrecen el tiempo más próximo al vencimiento del pago de los intereses. No suele caber en él la actitud de esperar cuando la tendencia es a la baja, como ocurre en los valores de renta variable. El fenómeno económico que afecta principalmente al inversor en valores de renta fija, es la desvalorización monetaria, pero este riesgo ya sabe el interesado que lo asume con la independencia de la marcha de los cambios de los valores que adquiere.

Por el contrario, los factores que influyen en la formación de los cambios y en los movimientos de los valores de renta variable son aquellos que de una manera u otra influyen sobre la inversión en general. Son dos los factores esenciales: por un lado, todos aquellos que directa o indirectamente afectan los beneficios y las perspectivas de los entes emisores y por otro el precio del dinero y su apreciación por el público. Aquellos factores que afectan los beneficios y las perspectivas del ente emisor, actúan en sentido positivo, en vista que al aumentar los beneficios o las perspectivas de los mismos, aumenta la demanda de este tipo de valores, por lo que los títulos tienden a subir de

precio. El precio del dinero, actúa en sentido negativo, porque al aumentarse los tipos de interés, desciende la afluencia de dinero a la Bolsa y así los cambios de los valores de renta variable, tienden a bajar. En consecuencia, en la inversión en este tipo de valores, la Bolsa se comporta al mismo tiempo, como un mercado de valores y un mercado de dinero. Todos los factores que influyen en este tipo de inversiones, se reducen en última instancia a uno de estos dos grupos.

Los factores de las variaciones de la oferta y la demanda de los valores de renta variable, pueden clasificarse en factores de fondo tangibles, que influyen preponderantemente en los movimientos a largo plazo y factores simplemente superficiales, que influyen en los movimientos a corto plazo.

Los factores básicos que intervienen en la formación de los cambios de los valores de renta variable - perspectivas de beneficios y apreciación del dinero -, pueden desarrollarse en otros factores más particulares y concretos, pero las causas de los cambios, no pueden encerrarse en una rigurosa clasificación.

Tomando como un valor de renta variable típico las acciones emitidas por Sociedades Anónimas, haré una relación de los factores que pueden intervenir en la fijación de los cambios de las mismas, ordenándolos según su origen. Las repercusiones que tienen sobre el mercado pueden ser positivos, elevando el precio de las acciones o negativo bajándolo, si aumentan o disminuye la corriente de dinero que se dirige a la Bolsa. Estos factores son los siguientes:

Factores Relativos a la Marcha de la Sociedad.

a) Dividendos; b) Beneficios o utilidades no repartidas; c) Re

servas; d) Grado de autofinanciación; e) Perspectivas de futuros beneficios, tales como el ritmo de expansión de la Sociedad, plan de desarrollo de sus actividades y progreso técnico, estado de los costes, relaciones con otras empresas, factores de crecimiento, expansión del ramo industrial o comercial que explote la Sociedad. Todos estos factores se reducen a las posibilidades de un incremento de beneficios y una ampliación de su capital como consecuencia del crecimiento de las actividades de la Sociedad.

Factores Derivados de la Política Monetaria.

a) Los tipos de interés del dinero; b) Normas bancarias sobre restricción o ampliación del crédito; c) El grado de la estabilidad monetaria, o sea, las expectativa sobre el futuro nivel de precio; diferencias entre las apreciaciones actuales del dinero y las que podrá tener en el futuro; d) Volumen de saldos disponibles; e) Crédito para la inversión bursátil.

Factores Derivados de la Política Fiscal .

a) Impuestos sobre las empresas industriales y comerciales que cotizan sus acciones en Bolsa; b) Impuestos que favorezcan o no la autofinanciación de las empresas; c) Impuestos sobre la inversión en Bolsa, en relación con los otros tipos de gastos o colocación de dinero; d) Los impuestos personales; e) Los impuestos que gravan la renta provenientes del capital; y, f) La política de desgravación a favor de la inversión en Bolsa.

Factores Económicos Generales.

a) Condiciones de los negocios, ya sea la prosperidad o la depresión; b) El volumen del ahorro; c) El nivel de la Renta Nacional y sus

componentes; d) El crecimiento de la población.

Otro Tipo de Factores son:

a) La cantidad de inversión extranjera; b) La relación de la inversión bursátil con otros tipos de inversiones; c) La estructura bursátil interna, tales como los tipos de las operaciones, la amplitud del mercado, los factores técnicos que determinan la sensibilidad y receptibilidad de la Bolsa, la demanda de inversiones institucionales, el desarrollo de las Sociedades de Inversión, la organización de la información bursátil, y los cambios precedentes.

Como factores político-económicos pueden señalarse : la participación del Estado en el desarrollo económico general del país y los gastos del mismo; las inversiones del Estado; el estado de confianza en los negocios, y la función que haya sido asignada a la Bolsa en el desarrollo económico del país; así como la estabilidad política, la seguridad jurídica del capital en el interior, es decir el temor o no a las nacionalizaciones.

La sucesión de cambios acarrea distintos tipos de movimientos bursátiles; por estos movimientos pasan todos los valores con mayor o menor frecuencia e intensidad. La fuerza del mercado de valores va delineando periódicamente estos movimientos, ya que ninguna tendencia o movimiento es indefinido. Todo lo que es conocido o esperado con respecto a un valor, se traduce en compras o ventas de este valor y se refleja en el mercado de valores, en forma más o menos continua, pero constante a lo largo del tiempo y de los distintos países.

La variación del curso de los cambios puede considerarse como el resultado o la suma de las siguientes variaciones fundamentales:

1o) Variaciones accidentales a corto plazo.

2o) Variaciones intermedias, originadas por uno o varios factores variables, que perduran durante algunos meses o semanas.

3o) La tendencia general o variación a largo plazo, cuya duración puede ser de varios años.

Estas variaciones pueden afectar a un determinado valor o a un grupo de ellos o pueden ser la expresión de la mayoría de los cambios de los títulos que se cotizan en Bolsa. Las primeras obedecen a causas particulares y no pueden ser observadas con independencia de ellas. Las oscilaciones que interesan son las que afectan a la Bolsa en general.

La variación accidental, es el primero y el más elemental de los movimientos bursátiles. Su duración puede ser muy variada desde las oscilaciones en la misma sesión bursátil hasta las que perduran durante algunas semanas. Son movimientos esporádicos del mercado, impactos de hechos transitorios que influyen sobre la situación momentánea de la oferta y la demanda, pueden ser cualquier noticia, una información a veces sin ninguna relación con la Bolsa, pero que los inversionistas a corto plazo, a quienes preocupan este tipo de oscilaciones, les otorgan un valor, es decir las valoran. Su ocupación consiste precisamente en tratar de predecir estas oscilaciones. Este tipo de variaciones accidentales son movimientos de superficie, que no interesan a aquellos que realizan sus inversiones a largo plazo, de satendiéndose como consecuencia de las fluctuaciones diarias de la Bolsa.

Estos movimientos son eslabones de la tendencia general, que

es la dirección del mercado, que interesa al inversor a largo plazo. Los movimientos a corto plazo responden al comportamiento general de la formación de los precios. Cualquier clase de alza o baja de un precio, viene acompañada de su correspondiente flexión. De este modo por ejemplo si el alza de un valor durante un período dado es de 200 ó 300, esa alza no se realiza en forma de línea recta, sino mediante una línea quebrada por escalones, el comienzo de cada uno de los cuales es inferior al final del anterior. En una sesión por ejemplo las oscilaciones pueden ser de 200 a 210 y posiblemente la siguiente de 210 a 215; pero cuando en el ánimo de los inversores surge la idea de que el valor ha subido suficientemente y de que puede bajar venden y ello determina lo que se llama una corrección técnica del mercado y así en la sesión siguiente pasa de 215 a 212 por ejemplo para luego ascender si la tendencia general es al alza, pongamos a 220. De esta manera vuelven sucesivamente a ascender y a bajar repitiendo el mismo proceso. Evidentemente la geometría con arreglo a la cual se producen estos movimientos es siempre variable.

Entre las oscilaciones a corto plazo y la tendencia general, pueden darse una serie de movimientos intermedios de mayor o menor duración, que agrupan las oscilaciones de menor plazo y pasan a formar parte de la tendencia general. Estas oscilaciones se deben a factores de fondos, cuyos efectos sobre el mercado son intermitentes.

La tendencia general dura largos períodos y se caracteriza por la adopción de una orientación hacia el alza o hacia la baja, venciendo las oscilaciones a corto plazo.

Tiene varias fases, es una medida estadística obtenida del mo

vimiento de los cambios de todos los valores bursátiles. No tiene en sí misma ninguna aplicación concreta a la situación de un inversor en particular, pues éste no suele tener en su cartera todos los valores que han servido de base para obtener este tipo de tendencia. No refleja la inversión de persona alguna, sino que un resumen gráfico de la orientación de la Bolsa, después de los encuentros de todos los factores que han afectado a la oferta y a la demanda de los valores mobiliarios. Es una especie de conducta común, a pesar de que hay tantos mercados como valores en la contratación.

Esta se compone de las oscilaciones de menor grado y suele reflejar la tendencia de la mayor parte de los valores. Las oscilaciones de menor grado no son sino movimientos que se inician con signo contrario a la tendencia general que le sirve de aporte y duran unos días, semanas o meses, hasta que la tendencia general los hace reaccionar en una misma dirección. La mayor dificultad para leer la tendencia general a través de los movimientos a corto plazo estriba, en que éstos la ocultan con sus reflexiones diarias o medias,

La tendencia general refleja las corrientes profundas de la inversión que caracterizan cada época y que distribuyen la energía impulsora del dinero en distintas ramas industriales o comerciales. Su interpretación es mucho más sencilla que la de las tendencias que se encuentran e interrumpen a corto plazo; el progreso o descenso de las cotizaciones que se apoyan en hechos reales y básicos que en última instancia se traducen en un detrimento o descenso de la afluencia de dinero a la Bolsa.

La cuestión más importante que se plantea al inversor a largo

plazo, es la de detectar el cambio de la tendencia, la de analizar la persistencia o el decaimiento de los factores que originan el alza o la baja de los mismos.

La Bolsa sigue la fase ascendente o descendente de la tendencia, hasta que se produce en la vida económica general o en una actividad financiera especial un hecho que abre y demuestra nuevas perspectivas y oportunidades. Para que este cambio sea registrado por la Bolsa necesita que previamente se haya incubado un nuevo estado de opinión que rectifique la tendencia general anterior. Si este cambio de opinión se trasluce en confianza, se inicia el alza del mercado. El alza procede únicamente de un aumento en la inversión, de una mayor afluencia de dinero, cualquiera que sean las causas que la determinen. El acontecimiento que cambia la tendencia siempre tiene influencia decisiva sobre la Bolsa, porque da lugar a una corriente de dinero hacia ella, pero originariamente puede ser un hecho totalmente extraño de la misma, ya sea este político o internacional, o bien puede ser un hecho directamente económico-financiero, como la ayuda extranjera, el descubrimiento de nuevas riquezas y en general cualquiera de los factores que determinan los cambios, aunque en todo caso, si no originan un estado de opinión, confianza, e inversión en Bolsa, o desconfianza o falta de inversión no nos encontramos ante un cambio de tendencia general.

El mercado reúne repetidamente posibles tendencias. La díficultad está en separar lo que son reflejos superficiales y pasajeros, originados por fenómenos momentáneos, como los rumores, las tensiones internacionales o financieras, las relacionadas con los benefi-

cios de los inversores profesionales, el decaimiento momentáneo del mercado por el exceso de apelaciones de dinero, entre otros, de aquel movimiento que es realmente la iniciación de una tendencia más permanente.

La tendencia general puede tener una fase preparatoria mientras se forma el nuevo estado de equilibrio o de opinión pública.

Los cambios endurecen y van acudiendo a la bolsa más órdenes de compra al mismo tiempo que descienden las ventas en vista de que han cesado las causas que originaron la baja abriéndose nuevas perspectivas. Al propio tiempo que renace el optimismo, se opera un sistemático olvido de la baja. En esta primera fase, se observa la variación del curso de los cambios, pero la atonía psicológica sigue siendo la nota dominante, en vista que el público en general no ha realizado el cambio de tendencia. Como consecuencia el volumen de la contratación no aumenta continuamente sino que poco a poco en las diversas sesiones bursátiles. Con este aumento de contratación en las sesiones bursátiles, se inicia la primera fase, en la que crece la sensibilidad al alza, de los acontecimientos; se va extendiendo el optimismo y los cambios comienzan a acusarlo, lo que al propio tiempo genera órdenes de compra y hace descender el número de títulos en el mercado. A medida que suben los cambios, se estrecha el mercado, las alzas son más pronunciadas y se producen con menor número de títulos negociados. El dinero presiona con mayor intensidad y su afluencia al mercado afecta de modo creciente los precios de los títulos. El alza tiene mayor o menor altura y mayores o menores oscilaciones en su ascenso, según el grado de los acontecimientos ex

ternos a la Bolsa y también según la organización técnica del mercado para reflejar con mayor o menor elasticidad esta nueva tendencia. Cuando aumenta el número de inversores, el mercado se inicia decididamente en la segunda fase de explosión de la demanda o sea el pánico al alza. Liquidan sus posiciones inversores institucionales y conservadores, pero normalmente la hipersensibilidad de la Bolsa generaliza el alza. No todos los valores suben de la misma manera, pero todos, excepto casos excepcionales, los cuales son afectados por factores especiales, por circunstancias excepcionales de las empresas que representan, siguen la tendencia. Aparecen los primeros síntomas de desconfianza en aquellos inversores que estiman que con dichos precios, la rentabilidad de la inversión ha descendido demasiado y así realizan parte de sus posiciones o bien buscan la inversión en valores de renta fija, los cuales ofrecen mejor rentabilidad en consideración de los cambios corrientes. Debe de aclararse, que no es la conducta de los inversores lo que provoca el cambio de tendencia general. Es un hecho externo a la Bolsa, el que la produce. Generalmente, una expansión bursátil, coincide con una expansión monetaria y los consiguientes temores y consecuencias de la inflación. Las medidas de orden monetario son en circunstancias normales, las que reducen la afluencia de dinero a la Bolsa, e inciden sobre ella en un momento en que el estado de la opinión bursátil empieza a apreciar que aquella marcha nerviosa no puede ser indefinida; se considera que mientras más brusca es el alza, más frágil y sensible será la baja y consecuentemente trae el estado de ingravidez bursátil. De esta manera se inicia la tercera fase, declinando

las cotizaciones. Por regla general, el cambio de tendencia, que es sin duda la máxima preocupación del inversor a largo plazo, suele ir acompañado de confusiónismo. El inversor que no ha esperado a comprar hasta el último momento, sino que ha venido realizando compras en años anteriores, comprende que un cambio de tendencia no se hará esperar y consecuentemente realiza sus valores contabilizando realmente sus beneficios, que no son meramente teóricos y potenciales, siempre que los venda sin pensar si seguirán o no subiendo dichos valores. Los inversores resagados inician entonces sus inversiones y corren el riesgo de haberse equivocado en el factor básico de la inversión, como es el momento de la misma.

La intensidad del descenso depende fundamentalmente de las causas, velocidad y persistencia del alza, porque aquellas son las que determinan el alcance de la medida restrictiva. Hay muchas clases de alzas, por incrementos del ahorro y de la confianza en la inversión bursátil, por la afluencia de las inversiones extranjeras, por el debilitamiento de las distintas fuentes de financiación y en general por cualquier causa que dirija el capital hacia la Bolsa. Si el alza ha sido consecuencia de una expansión real de la economía por los avances tecnológicos, el crecimiento del capital, o el aumento de la productividad, la corrección del mercado será mucho menor que si el alza bursátil refleja una situación inflacionaria que no puede sostenerse. Uno de los índices más claros para determinar esta alza puramente artificial, es el dato del volumen de contratación. Si suben los cambios porque aumenta el número de títulos contratados, el alza tiene un fondo saludable; pero si el número de títulos se mantiene estable y sube únicamente su precio, el

alza está amenazada a derrumbarse.

Las crisis bursátiles se producen únicamente por la falta de liquidez, por la necesidad de dinero, por las reducciones de los créditos, por las limitaciones de las inversiones extranjeras, etc.

El final de la baja va más allá de la persistencia de los factores monetarios o fiscales que la iniciaron. La baja opera con una tendencia que trae como consecuencia la pérdida de confianza en la inversión. La inercia en la misma actúa plenamente después de que los vendedores han realizado sus operaciones y perdura la abstención del inversor en la colocación de sus fondos.

La confianza no se reconstruye automáticamente por la suspensión de las medidas restrictivas; es necesario olvidar la baja y que siga la confianza en el porvenir de la Bolsa, que las perspectivas vuelvan a ser optimistas. Pero llega un momento en que se estima que las noticias no pueden ser peores, que lo peor ha pasado, todo el que necesitaba salir al mercado ha vendido y las rentabilidades son mayores; desaparecen los factores negativos y se va preparando el clima para entrar en la fase preparatoria del alza.

Las variaciones bursátiles no son otra cosa que un registro del ciclo psicológico que tiene lugar dentro del inversor; una gráfica de la confianza del inversor. El deseo de comprar y el temor a conservar se van sucediendo y es la misma fuerza emocional la que producen unos y otros cambios. El motor del ciclo bursátil es la conducta del inversor, los períodos de optimismo y de depreciación en los que lleva su dinero a la Bolsa o se abstiene de hacerlo, no se suceden irracionalmente, sino que obedecen a todo un conjunto de factores y causas que defi-

nen una coyuntura económica favorable o desfavorable. Los movimientos del mercado bursátil no son enteramente independientes de las alzas y bajas y del resto de los mercados de inversiones o de ciertos productos duraderos; en muchos casos se animan y deprimen simultáneamente.

Los temores y las esperanzas de los inversores también se suceden cíclicamente; en rigor la inversión que realizan o dejan de realizar es una parte de la inversión industrial y comercial y esta es una de las principales variantes económicas que contribuyen a configurar y precisar cada momento económico. Por medio del conducto de la inversión en valores mobiliarios, se pone en estrecha relación la Bolsa de valores con la coyuntura económica general.

De lo dicho en los párrafos anteriores, se concluye que los cambios en una determinada especie de títulos que se llevan a cabo en una sesión bursátil pueden ser diversos, pero la cotización sólo puede ser una para cada sesión bursátil. En consecuencia, la cotización puede coincidir o no con los cambios registrados por un título en una sesión de bolsa.

Tal como lo dice Echavarri, "la cotización debe de responder a un criterio absoluto de verdad, abarcando todas las operaciones de la Bolsa y todas las que se realizan fuera de ella, su verdad debe de ser tan manifiesta que resulte matemático. Si no se cumple con estos requisitos, la fijación del precio podría llegar a ser fingida y en caso de medios de prueba o interpretación de los contratos realizados, con respecto al precio, no responder a la intención de cada uno de los contratantes".

En virtud de la publicación de las operaciones, es decir, de su precio, es que ejerce la Bolsa atracción preponderante sobre los capitales acumulados - el ahorro.

La constancia de la operación y su publicidad, son dos aspectos esenciales bursátiles, que no deben confundirse, teniendo la constancia un carácter privado y la cotización un carácter público.

La constancia tiene por objeto comprobar en todo momento por medio de prueba escrita, que el cambio cotizado responde a una realidad económica acreditada por el contrato establecido, de conformidad con los usos normativos bursátiles.

La publicidad, es el listín, el listín de cotización que no debe de ser una simple exposición numérica de un cambio dado, sino que debe de reflejar gráficamente las fluctuaciones de los precios y por ello contener cuáles hayan sido el primero y el último cambio cotizado y si al cierre queda demanda u oferta de títulos y a qué precios.

El listín de cotización es la pública manifestación de la relación privada, hasta el límite permitido por el secreto profesional, y el cambio que se publica no podría tener valor, eficacia, ni garantía alguna, si en la relación privada no existiese la prueba escrita, documental, de acuerdo con las leyes mercantiles y los usos bursátiles, que acrediten la realidad económica de la operación que figura en el listín.

El listín o pública manifestación de precios bursátiles obtenidos sin prueba escrita de acuerdo con los usos normativos bursátiles, pudiera dar lugar al prejuicio colectivo por el efecto reflejo y coactivo que las cotizaciones de Bolsa producen en personas y mercados ajenos a su actuación.

Esta pública manifestación de precios bursátiles debe de ser única; sólo debe de publicarse un listín único, puesto que sirve para fijar el precio justo corriente, tanto en la venta voluntaria como en la forzosa; al precio que en él figura se deben de acomodar todas las operaciones.

La función bursátil, permite y facilita consecuentemente las inversiones de capital y las negociaciones que se realizan sobre los mismos. Por el hecho de reunir en un mismo mercado todas las negociaciones y transacciones que se verifican sobre valores mobiliarios, permite obtener ese precio real y justo que a la vez facilita y regulariza las operaciones asegurando la legitimidad de las mismas. Este precio obtenido en Bolsa, es considerado como el precio justo y objetivo el cual se utiliza como base para la determinación de ciertos valores mobiliarios. Debido a este precio objetivo, fijado por la Bolsa, y que se forma en la misma, es que puede funcionar ampliamente el crédito con garantía de valores. Como consecuencia todos los movimientos de la Bolsa repercuten considerablemente en la economía general, ya que actúan directamente sobre el crédito público y la actividad general de los negocios nacionales. La función principal de este precio justo y objetivo consiste en ser uno de los medios para desenvolver el crédito, auxiliar la colocación de empréstitos del Estado, la colocación temporal de capitales y como medio de financiación de empresas.

Las cotizaciones de los valores internacionales, por medio de las relaciones que tienen entre sí las distintas Bolsas, hacen que la "cotización" de éstos, se unifique impidiendo o retardando las crisis económicas y las bruscas variaciones en los precios. Otras de las ven

tajas de la fijación de este precio objetivo en Bolsa, es la atracción de capitales extranjeros, que siempre se produce en las Bolsas bien organizadas, cuando las disposiciones gubernamentales no impiden la afluencia de ellos, tales como las reglamentaciones fiscales sobre la tenencia de capital en valores, los impuestos sobre las ganancias de capital y las reglamentaciones sobre controles de cambio, que han tenido resultados negativos en las economías de los países donde estas medidas se han aplicado, ya que en una Bolsa que pretenda tener carácter internacional y que cumpla una de sus funciones primordiales, cual es la financiación de su expansión industrial y comercial a través de inversiones nacionales y extranjeras, debe de permitir la libre convertibilidad de la moneda, tal como ocurre en los centros financieros más importantes del mundo.

Aunque los precios de cada negociación o de operación en Bolsa, se fijan libremente por el concurso de las partes, rigiéndose por las leyes de la oferta y la demanda, todas las operaciones realizadas en una sesión bursátil, vienen a formar un conjunto global del cual son solidarias todas ellas y ello hace que se produzca el precio objetivo a que he venido haciendo referencia. Normalmente en las Bolsas se fija una cantidad mínima para poder variar las cotizaciones. Por ejemplo en la Bolsa de Valores de París, se determina que los valores de renta fija gubernamentales deberán de variar en 0,025, que las obligaciones deben de variar en 0,50 y que en las acciones, las variaciones de las mismas deben de ser de 0,025 a 5 francos, según la naturaleza de éstas. Estos puntos fijados por las Bolsas, son pues, las cantidades mínimas necesarias que se requieren para poder variar los precios de

compra y venta de los valores.

La cotización se publica por medio de un acta, en la cual se toman en cuenta las notas publicadas durante el curso de la sesión y las noticias que al efecto pueden ser facilitadas por los Agentes de Bolsa que asisten a la misma. El acta en referencia reúne el movimiento general que han tenido los diversos valores que se cotizan en Bolsa desde el principio al fin de las negociaciones. Por lo regular en las operaciones a plazo se señala como tipo de liquidaciones mensuales al instalarse la Bolsa el último día del mes siendo, el precio el término medio de la cotización de ese día.

La cotización se publica después de que se ha cerrado cada sesión bursátil, sin hacer referencia sobre la cantidad de títulos que han sido negociados.

Debe de aclararse que la publicación de las operaciones en Bolsa, no es requisito esencial que afecte la validez de las mismas, ni obsta a que de tales operaciones surjan las acciones y obligaciones consiguientes. Es preciso distinguir la influencia que la publicación tiene sobre la validez del contrato y la que se ejerce sobre la cotización. Un contrato puede celebrarse, sin perder su sustantividad jurídica, aun cuando no vaya seguido de su publicación; lo que no podrá atribuírsele es de que sea un contrato bursátil, porque requisito esencial de los contratos de este tipo es la publicación, la cual es parte integrante de la cotización.

Dadas las ideas anteriores puede definirse la cotización como el precio adquirido por un valor mobiliario en el curso de una sesión bursátil y publicado después de la misma.

Como manifestación de los efectos económicos de la fijación del precio en Bolsa puede decirse, que la Bolsa determina el precio que deben de pagar las Sociedades Anónimas por el nuevo capital; que aporta a los grupos de empresas, cuyos rendimientos crecen rápidamente, grandes cantidades de capital; que lleva a cabo en breve tiempo, la transformación de capitales, de la esfera en la que las perspectivas son de un rendimiento igual o decreciente, a la esfera en la que las perspectivas son de rendimiento creciente. Por la manera de atraer y dirigir los capitales, ejerce una extraordinaria influencia sobre la distribución de la renta, tanto en el comercio nacional como en el internacional, disminuyendo las diferencias entre los grupos de producción, así como entre los territorios con deficientes perspectivas de rendimiento.

Ahora bien, la función de la Bolsa al fijar el precio, en realidad, más que producir un equilibrio entre los bienes disponibles y el consumo, está en expresar la situación del mercado y los precios que se deducen de dicho mercado.

En resumen podemos decir que los precios fijados en el tráfico bursátil, por la Bolsa de Valores Mobiliarios, son el resultado de la concurrencia de la oferta y de la demanda, representados por los inversionistas que compran y venden valores. Que no es una negociación aislada la que determinará la cotización o sea el precio justo o corriente de un valor determinado, sino que el conjunto de operaciones llevadas a cabo en una sesión bursátil, sobre un valor determinado; que para cumplir con los efectos económicos y jurídicos designados a la Bolsa de Valores como lugar de fijación del precio corriente de los valores

mobiliarios, está - la Bolsa - en su boletín de cotización, debe de determinar el precio de apertura, la más alta oferta, la más baja oferta, el cierre, el precio de cierre, el cambio y por lo regular si se desea, el volumen de títulos negociados en una sesión, pero sin determinar si éstos han sido comprados o vendidos para no ejercer influencia sicológica sobre el mercado de valores.

En consecuencia el acta de cotización debe de comprender con distinción precisa: 1o) el movimiento sucesivo que hayan tenido los cambios sobre los valores mobiliarios en alza y en baja desde el principio al fin de la sesión bursátil, determinándolos con precisión en cada clase; las circunstancias y las condiciones en que estos cambios hayan tenido lugar. 2o) El precio máximo y mínimo que hayan obtenido los contratos objeto de operación. 3o) El tipo de descuento, de intereses o cupones vencidos, o por vencer y los títulos amortizados de los valores cotizables en Bolsa.

Puede decirse para terminar, que el término cotización, tiene un significado técnico preciso, consistiendo en el precio más alto ofrecido y el precio más bajo ofrecido que han prevalecido en un mercado de valores, en un tiempo determinado, para un tipo de títulos representativos de la riqueza mobiliaria determinados. Una oferta en dinero representa la intención del comprador de pagar un cierto título con el objeto de obtenerlo a un precio determinado, es decir, es una orden de compra. Y una oferta, es la objetivación del hecho que hay vendedores que están dispuestos a vender los títulos a un precio determinado, consecuentemente se refiere a una orden de venta. La cotización, es el precio más alto al cual cualquier comprador se en-

contraría en disposición de adquirir los títulos y el precio más bajo en el cual cualquier vendedor estaría dispuesto a venderlo.

EL CONTRATO DE COMPRAVENTA MERCANTIL COMO REGULADOR DE LAS OPERACIONES BURSATILES

La actividad mercantil - tomando la palabra "actividad" en el sentido amplio, que le confiere el artículo 3o. de nuestro Código de Comercio, al limitarla, con la enumeración de los actos de comercio - se desenvuelve esencialmente por medio del establecimiento de relaciones jurídico-obligatorias, las que pueden referirse, tanto a la circulación de los bienes, como a la transformación de los mismos; en consecuencia puede afirmarse, que el derecho regulador de la actividad mercantil, es principalmente un derecho regulador de las obligaciones mercantiles.

Los principios reguladores de las obligaciones mercantiles, pueden resumirse en la siguiente forma:

a) La onerosidad de las relaciones jurídico-mercantiles. Es principio esencial que informa las relaciones jurídico-mercantiles, el que la actividad mercantil se realice con propósitos lucrativos; por ejemplo el mandato mercantil, a diferencia del mandato civil presupone que éste sea remunerado; Art. 123 del Código de Comercio.

b) La facilidad en el nacimiento y en la extinción de las relaciones obligatorias mercantiles. En términos generales, el Derecho Mercantil no exige formalidades especiales para la celebración de los contratos, permitiendo que las convenciones que les dan nacimiento, puedan celebrarse por correspondencia y por medio de representantes; esta

blece las reglas para la integración de los contratos mercantiles, fijando los elementos esenciales, los cuales no son necesarios que sean determinados por las partes contratantes. Respondiendo a este principio es que el tráfico mercantil moderno se encuentra dominado por los contratos tipo o estandarizados - a que he hecho referencia al tratar de las Bolsas de Mercancías - lo que ha traído como consecuencia el surgimiento de una especie de derecho nuevo y autónomo, denominado Derecho de Formularios, el que presenta características ambiguas; identificándose, por un lado, con las cláusulas contractuales voluntariamente concertadas por las partes, y por otro, al imperativo consustancial de estar consignadas cierto tipo de cláusulas especiales, no siendo lícito a las partes contratantes desviarse de las estipulaciones fijadas por el contrato tipo; viniendo a representar estas características una especie nueva de derecho objetivo.

En cuanto a la extinción de las obligaciones jurídico-mercantiles, se establecen facilidades sui generis mediante la creación de instituciones especiales destinadas a la facilitación del cumplimiento de dichas obligaciones, tales como la cuenta corriente, las cámaras de compensación y la liquidación colectiva bursátil.

c) La exactitud y puntualidad en el cumplimiento de las obligaciones contraídas. Este principio responde a las necesidades primordiales del tráfico mercantil, el cual en su mayor parte está fundado en el crédito. Responde a este principio esencial, el derecho de retención, el cual se da específicamente en los contratos mercantiles de comisión y transporte.

d) La facilidad en la transmisión de las obligaciones jurídico-

mercantiles y en la circulación de los bienes. Este principio se desarrolla por medio de la incorporación de derechos en documentos destinados a la circulación.

El derecho regulador de las obligaciones mercantiles, se concreta específicamente, en la compraventa y en la cual se plasman los principios que dominan la actividad mercantil, extendiéndose a todas las convenciones que tengan por objeto prestaciones recíprocas, ya que la doctrina estima a la compraventa como el elemento esencial de la estructura contractual y el contrato típico de las traslaciones del dominio.

El derecho mercantil clásico considerado como el derecho regulador de los actos de intromisión especulativa entre productores y consumidores, consideraba al contrato de compraventa el acto mercantil por excelencia. En este concepto clásico, comercio y compraventa eran considerados como términos equivalentes. Indudablemente la compraventa reúne las características del acto objetivo de comercio en la que, la función mediadora encuentra el instrumento jurídico adecuado, por ser este contrato, el mejor medio para trasladar los productos de manos del productor y ponerlos en manos del consumidor al adquirirlos del primero y revendérselos al segundo*.

Puede definirse la compraventa de la siguiente manera: la compraventa es una convención por medio de la cual una de las partes se obliga a transferir a otra la propiedad de una cosa, a cambio de una cantidad de dinero.

* Garriguez.

El artículo 1597 de nuestro Código Civil da el siguiente concepto del contrato de compraventa: "La compraventa es un contrato en que una de las partes se obliga a dar una cosa y la otra a pagarla en dinero. Aquélla se dice vender y ésta comprar. El dinero que el comprador da por la cosa vendida se llama precio".

De los conceptos anteriores se deduce la idea que la compraventa es la convención reguladora del intercambio de cosas por dinero.

La doctrina ha hecho varias consideraciones para determinar si el término compraventa dado a este tipo de contrato es adecuado, o si más bien, debería de denominarse este contrato "venta compra". Así tenemos que en el antiguo Derecho Español, la convención por la cual, una de las partes se compromete a transferir a otra la propiedad de algo, a cambio de una suma de dinero, era denominada "vendiciones" en el Fuero Juzgo; "Vendidas y Compras"; en el Fuero Viejo de Castilla, Fuero Real, Las Partidas, Las Ordenanzas de Alcalá, en La Vieja Recopilación y en La Novísima Recopilación.

En el Derecho Romano, se integraba este contrato, en primer término con el concepto de compra al de venta.

En todas las legislaciones modernas, se ha seguido la denominación contenida en el Derecho Romano, ya que al reglamentar este contrato, se habla de compraventa.

Las objeciones que se hacen a esta denominación se fundamentan en lo general en razonamientos semejantes al siguiente: "Si el contrato de compraventa es un solo acto, un momento moral indivisible, porque no hay compra sin venta, ni venta sin compra, en el orden sucesivo de los hechos, es un momento físico divisible, que tiene lugar

uno antes que el otro; y en este orden, hay que convenir que existe falta de lógica en la denominación compraventa, puesto que antes de la compra está la venta; antes de ser dueño el que compra ha dejado de serlo el que vende*. Sin embargo, hay autores como Luis Mutón y Ocampo que consideran que la única denominación correcta para este tipo de convención es el de compraventa.

Las otras consideraciones que hace la doctrina con respecto a la denominación de compraventa, es que si esta denominación debe de aplicarse exclusivamente a las convenciones reguladoras de la traslación del dominio de las cosas materiales o si debe de incluirse dentro de la denominación, la traslación del dominio de los derechos inmateriales.

A este respecto Salvat, en su Tratado de Derecho Civil, considera que si el contrato por medio del cual una persona se obliga a transferir a otra a cambio de una cantidad de dinero, - se refiere a un objeto inmaterial, es decir - derechos, no se trata de una compraventa, sino que más bien de una cesión. En este sentido Lafaille, hace también distinción entre la venta, en la que la obligación es la transferencia del dominio de las cosas materiales y la cesión de créditos, en la que el objeto de la transferencia, es un derecho pe rsonal o real, desmembrado de la propiedad.

Malagarriga, estima que restringir la aplicación de la denominación de compraventa, a los contratos cuyo objeto es la enajenación de cosas con valor en sí, está más de acuerdo con la propiedad del lenguaje.

*Blanco Constance, Estudios de Derecho Mercantil.

Bajo el punto de vista de nuestra legislación, las distinciones hechas a este respecto por la doctrina, tienen una importancia relevante, ya que nuestro Código Civil trata, en capítulos diversos, el contrato de compraventa y la cesión de derechos, y en especial, porque - tal como se hizo ver al transcribir la definición de compraventa que da - nuestro Código Civil la refiere a cosas; por consiguiente, debemos de aclarar qué se entiende por "cosa" para poder determinar, si la compraventa se refiere a la transmisión de bienes materiales e inmateriales.

Ahora bien, ¿qué se debe de entender por "cosa"? En términos generales "cosa", es todo lo que fuera del hombre tiene existencia corporal o espiritual, natural o artificial, real o abstracta.

Se entiende por bienes, las cosas susceptibles de apropiación efectiva o virtual. A este respecto, el artículo 560 de nuestro Código Civil preceptúa: "Que se llaman bienes todas las cosas que son o pueden ser objeto de apropiación" y los divide en bienes muebles e inmuebles. El art. 561 del mismo Código Civil, considera como bienes inmuebles, los derechos reales constituidos sobre fincas urbanas o rústicas y el art. 562 del mismo Código considera como bienes muebles, los derechos no comprendidos en el artículo antes citado.

Alessandri, comentando el Código Civil Chileno, define la cesión, "como el acto jurídico mediante el cual una persona transfiere o enajena un crédito a otro". Estima que la cesión de créditos personales es la manera de hacer la tradición de los derechos, no importando a qué título se adquiriera el crédito. Estoy de acuerdo con el concepto que tiene de cesión el Profesor Alessandri, ya que esto parece estar

más acorde con el art. 1691 de nuestro Código Civil, que reglamenta la cesión de derechos, en vista de que al establecer el artículo citado, "que la cesión de un crédito personal a cualquier título", quiere significar con esta palabra - título - el contrato o el acto jurídico que sirve de causa a la cesión y que consecuentemente debe de precederla. Además estimo, que con respecto a que, si la compraventa, según las reglamentaciones de nuestra legislación, debe o no comprender los derechos inmateriales, no hay duda alguna, ya que el artículo 1614 del Código Civil, nos dice: "que pueden ser objeto del contrato de compraventa, todas las cosas corporales e incorporales, cuya enajenación no esté prohibida por la ley".

En cuanto a la denominación de compraventa, que se le da a los contratos que tienen por objeto la transmisión del dominio de las cosas, opino que es la palabra más adecuada para designar este tipo de contrato, cuando reviste el carácter mercantil, en vista de que al disponer nuestro Código de Comercio en el art. 3o. numeral 1o. qué debe de entenderse por compraventa mercantil, al fijar la enumeración de los actos de comercio, se desprende que en el caso específico de la compraventa mercantil, la compra es el factor genérico que integra la ulterior venta; es decir, el ánimo de venta necesario para considerar mercantil el contrato de compraventa, ya que el Código de Comercio considera que la adquisición de bienes muebles y la transmisión correlativa de los mismos, es lo que constituye la compraventa mercantil.

El concepto clásico de compraventa mercantil, al que he hecho referencia, es el que inspira a nuestro Código de Comercio, en el que

aparece claramente establecida la finalidad mediadora, plasmándose en la reventa de la cosa comprada, para que esta compraventa pueda considerarse mercantil, en contraposición a la que regula el Código Civil. En este sistema objetivo del Derecho Mercantil que es el que sustenta nuestro Código de Comercio, se pretende descartar el elemento subjetivo, característico de la mayoría de los contratos, para fijar la atención en el acto en sí mismo, como un acto objetivo puro, cuyas características son los elementos intencionales, el propósito de reventa y el ánimo de lucro. El elemento intencional para calificar de mercantil una compraventa, se desprende del art. 3o. numeral lo. del Código de Comercio y del art. 8l numeral lo. del mismo Código, es decir, que para considerar mercantil una compraventa, ésta debe de tener por objeto, una venta ulterior con la que se pretende obtener una ganancia sobre la cosa, objeto del contrato primitivo. Que la intención del que adquiere la cosa, no debe de ser para satisfacer las necesidades propias del comprador.

Es en el criterio anotado - el propósito de una ulterior venta - en el que se fundamenta esencialmente, la distinción entre compraventa civil y compraventa mercantil. La compraventa mercantil se reduce a la intromisión especulativa; ya que la compra debe de tener por objeto la reventa de la cosa adquirida, con el propósito de obtener lucro con ésta. En consecuencia, amparándose en el sistema objetivo del Código de Comercio, no debe de partirse del criterio de un acto único, para calificar de mercantil una compraventa, sino que relacionarla con otro acto diverso, la reventa de la cosa, que en la sucesión de compraventas llevadas a cabo por el comerciante, es un complemen

to de la negociación primitiva. Los motivos subjetivos que impulsan al comprador, a llevar a cabo el contrato, son esenciales para la de terminación de la calidad de mercantil que se le confiera a una compraventa; a diferencia de la compraventa civil, en la que se tiene en cuenta la causa como principio individualizador del negocio. El elemento intencional se refiere al comprador en la venta primitiva y no al vendedor, en vista que debe de ser en el comprador en quien debe de concurrir el ánimo de reventa y el propósito de obtener un lucro con esa nueva venta.

Resumiendo puede decirse, que el contrato de compraventa mercantil, es el instrumento jurídico más frecuente y más importante en la circulación de los bienes en la moderna economía dineraria, representando el cambio de una mercancía contra un precio, llevado a cabo por medio de obligaciones recíprocas. El concepto de compra venta mercantil descansa, por consiguiente, no sobre la venta misma, sino sobre la venta de lo comprado - la reventa.

El Código de Comercio, no da ninguna regla referente al con trato de compraventa mercantil, ya que presupone la reglamentación normativa de la compraventa civil, en la que debe de hallarse el com plemento necesario para la comprensión completa de este tipo de contrato. El Código de Comercio no nos proporciona el concepto de com praventa; ni las obligaciones recíprocas de comprador y vendedor; tam poco el concepto de la evicción; del precio cierto; del criterio que dis tingue la compraventa de la permuta; de las obligaciones correspondientes a la entrega de la cosa vendida; ni del precio; ni disposición alguna con respecto al pacto de retroventa. El Código de Comercio se

limita exclusivamente a dar los datos necesarios para poder calificar un contrato de compraventa como compraventa mercantil, y a reglamentar por medio de normas especiales, algunos aspectos fundamentales de la compraventa, con el objeto de adaptar el ordenamiento normativo de la compraventa civil, a las exigencias propias del tráfico mercantil; como por ejemplo, las disposiciones sobre la caducidad de la acción que tiene el comprador, para repetir contra el vendedor, contenidas en los artículos 85 y 88 del Código de Comercio; las disposiciones sobre el riesgo, señaladas en el artículo 86; las disposiciones sobre la mora preceptuadas en el art. 87; la reglamentación de la compraventa sobre muestras y a ensayo en los arts. 82 y 83 del mismo Código.

Las características del contrato de compraventa mercantil son: el de ser un contrato consensual, oneroso, bilateral y no formal. Este contrato puede definirse, como la convención por medio de la cual, una de las partes adquiere una cosa, con la intención real o presunta de enajenarla posteriormente, para obtener un lucro, pagando por ella un precio en dinero, y la otra se obliga a transferirle la propiedad de la misma.

En el proceso formativo del contrato de compraventa mercantil, tiene importancia preponderante la oferta. La oferta es una propuesta, un acto exclusivamente unilateral, que obliga al oferente. Del concurso de ella y de la aceptación sobre la cosa y la causa que ha de constituir el contrato, es que resulta la manifestación del consentimiento, formándose la convención, es decir, el acuerdo de voluntades resultante de la oferta y la aceptación, que es el que determina el nacimiento

to de las obligaciones bilaterales, perfeccionándose el contrato y obligando a los contratantes, no sólo al cumplimiento de los términos pactados expresamente, sino que también a todas las consecuencias que según la naturaleza del contrato, sean conformes a la buena fe, a los usos mercantiles y a la ley. Este principio se encuentra reglamentado en nuestra legislación en el art. 1417 C. El concurso de voluntades en la compraventa mercantil, presenta características esenciales, por ejemplo:

a) Cuando la oferta y la aceptación se formulan por correspondencia, el contrato queda perfeccionado, desde que el oferente recibe la respuesta aceptando la propuesta hecha o las modificaciones con que ésta fuera aceptada, tal como lo preceptúa el art. 75 de nuestro Código de Comercio.

b) En aquellas compraventas mercantiles, en las que interviene corredor, estas quedan perfeccionadas, cuando los contratantes hubieren aceptado la propuesta hecha por el corredor; este principio se encuentra regulado en el art. 76 de nuestro Código de Comercio.

c) En caso que la aceptación y la oferta se expresaren por teléfono, el contrato se entiende convenido entre partes presentes, quedando por consiguiente, perfeccionado de acuerdo con las normas generales que regulan el consentimiento de los contratantes.

Los elementos diferenciadores de la compraventa civil con la compraventa mercantil, además de la diferencia anotada, anteriormente, pueden resumirse de la siguiente forma:

a) Con respecto a las cosas objeto del contrato. La doctrina mercantil, que se funda en el concepto objetivo del Derecho Mercantil,

presupone que una de las diferencias esenciales entre la compraventa civil y la compraventa mercantil, es que aquélla puede recaer sobre toda clase de bienes, ya sean éstos muebles o inmuebles, y en cambio que ésta recae únicamente sobre bienes muebles. Nuestro Código de Comercio inspirado en el sistema objetivo del Derecho Mercantil, parece apegarse a esta concepción al decir que se considera "acto de comercio la compra y permuta de cosas muebles hechas con ánimo de venderlas, permutarlas o arrendarlas en la misma forma o en otra distinta, y la venta, permuta o arrendamiento de estas mismas cosas", entendiéndose por cosas muebles las mercaderías y los títulos.

El art. 3o. numeral 1 del Código de Comercio, se limita a preceptuar que será mercantil la compraventa de cosas muebles, si concurre el elemento intencional o sea el ánimo de revenderlas; pero no especifica, que no sea mercantil la compraventa de inmuebles. Las disposiciones del Título II, Capítulo 1o. del mismo Código, en la que se determinan cuáles son las compraventas que no pueden considerarse mercantiles, no incluyen dentro de sus disposiciones específicamente a los inmuebles como objeto de compraventa mercantil y creo, que dándole una interpretación amplia, podríamos considerar mercantil la enajenación de inmuebles incluyéndola en el art. 3o. numeral 2o., ya que al hacer referencia a la adquisición de un establecimiento de comercio, no se distinguen si los elementos integrantes de este establecimiento son muebles o inmuebles.

Este es un tema de interés y actualidad contemporánea, que no estuvo presente en la mente de los autores del Código de Comercio, ni de aquellos que les sirvieron de antecedente, pues es una figura im-

portante del tráfico mercantil fundamentalmente moderno, la compra venta de inmuebles, con el ánimo de revenderlos; esta figura financiera, responde a una necesidad socio-económica de la época actual, y opino que tiene y debe ser considerada como una operación típicamente mercantil y no como una actuación del ámbito del Derecho Civil.

Estoy de acuerdo con lo expresado por el profesor Garrigues, que no es esencial al concepto de compraventa mercantil, que el objeto sobre el que recaiga el contrato sea necesariamente una cosa mueble, porque al definir la compraventa mercantil como aquella que recae sobre cosas muebles - mercaderías - implicaría un círculo vicioso, en vista que la noción de mercadería, se fundamenta en la función actual de la cosa, como objeto de la actividad mercantil*. La pertenencia actual a la circulación mercantil, es la nota que constituye el elemento diferenciador del concepto de mercadería.

Mercadería, es toda cosa corporal, mueble, susceptible del tráfico, que constituye un objeto actual de la actividad mercantil, y que tiene un valor íncito en la cosa misma, lo que equivale a que las cosas muebles se caracterizan como mercadería en el momento o cuando son objeto de compraventa mercantil; es decir, que los preceptos del Código de Comercio, sobre la compraventa mercantil, son los que dan los elementos para caracterizar la mercadería en sentido jurídico mercantil. Estos elementos fundados en la nota física, - cosa corporal, cosa mueble - y en la nota jurídica - susceptibilidad del tráfico - se les une la nota de la función actual momentánea, que cumple la cosa objeto del contrato. Esta es una característica temporal y transitoria, de la cosa

*Garrigues.

misma, la cual puede tenerla en un momento y dejar de tenerla en otro. La distinción entre cosa y mercadería es más de forma que de sustancia, porque el término mercadería sirve únicamente para poner de relieve un destino especial de la cosa al comercio - el valor en cambio de la cosa, en contraposición al valor en uso - o para decirlo en las palabras de Vidari: "Un mismo objeto es cosa en manos de una persona y mercadería en manos de otra, con sólo que la una lo haya adquirido o por obra de su industria, o con ánimo de consumirla y la otra la haya adquirido para especular con su reventa o locación".

No obstante lo expresado en los párrafos anteriores doctrinariamente la venta genuina mercantil es la que recae sobre mercaderías y títulos, pero no excluye la compraventa de inmuebles que pueda llevarse a cabo por una empresa mercantil cuyo objeto sea primordialmente la enajenación de los inmuebles como explotación de su industria.

En conclusión la compraventa mercantil es una compraventa que se califica precisamente por el elemento intencional - el propósito de reventa lucrativa - y por un elemento objetivo - el objeto típico de la compraventa mercantil - la mercadería.

b) La personalidad de los contratantes. La personalidad de los contratantes, no es esencial en la compraventa mercantil, como en la civil, en la cual si es esencial en la misma, la persona que ejecuta el contrato. En la compraventa mercantil, el dato personal es indiferente; en ésta, los contratantes son fungibles como los contratos mismos. Así tenemos, que las obligaciones de los contratantes se alternan; que el comprador en ocasiones se vuelve vendedor y viceversa, cumpliéndose el contrato, por el simple pago de diferencias, entre los precios

vigentes en el mercado, entre uno y otro de los contratantes. Este tipo de contrato es conocido en la doctrina mercantil como "Contrato diferencial". Así vemos que es normal en el tráfico mercantil, que compre quien no tiene el dinero para pagar el precio y que venda el que no tiene en su poder las cosas objeto del contrato, tal como he dicho en los párrafos en que hice referencia a las Bolsas de Mercancías y a las Operaciones de Bolsa.

c) La determinación impersonal de los precios. En la compraventa mercantil, el precio de la cosa objeto del contrato, no se fija de modo subjetivo en la discusión precontractual del mismo, sino que objetivamente, es decir, por el precio que hubiere alcanzado la cosa objeto del contrato, en un período predeterminado; precio que es conocido en la doctrina mercantil, como "precio corriente", o sea el fijado por las Bolsas de Comercio. En este tipo de compraventa, no es tan rigurosa como en la civil, la determinación de la cosa objeto del contrato, ni del precio, siendo necesario únicamente que las prestaciones de los contratantes - la cosa objeto del contrato y el precio - sean determinables en cuanto al objeto, modo, tiempo y lugar.

Como en todo tipo de compraventa, la obligación principal del comprador es la de pagar el precio fijado en el contrato. El precio puede pagarse ya sea al contado o en los plazos que se hayan estipulado. Esto quiere decir, que una venta al contado no significa que la entrega del precio deba de ser simultánea al de la cosa, sino que únicamente se entiende que se trata de una compraventa en la que no se ha señalado un término especial para el pago del precio. La doctrina mercantil considera que la obligación del comprador de pagar el precio, compre

de la de tomar las medidas previstas por el contrato, o por los usos mercantiles para iniciar o garantizar el pago del precio fijado, tales como la aceptación de una letra de cambio, la apertura de un crédito documental, la dación de una caución bancaria, etc. Lo más frecuente en el tráfico mercantil internacional, es que el vendedor reciba una letra de cambio aceptada o endosada por el comprador. El plazo es un elemento esencial en la compraventa mercantil, el que responde a los intereses del comerciante. Este no efectúa la entrega del dinero que ampara la mercancía objeto del contrato, por lo general, sino hasta que ha revendido dicha mercancía. La entrega de la cosa vendida y la entrega del precio, son prestaciones que en el comercio se incorporan la mayoría de las veces, a títulosvalores o títulos de crédito, destinados a la circulación, hasta que el último poseedor reclama, la prestación debida, en cumplimiento del contrato primitivo. Así tenemos que cuando se conviene en la entrega de una cantidad determinada de mercancía, a plazo fijo, el comprador no está obligado a recibir una parte de ellas, ni aun bajo la promesa de entregar el resto, tal como lo dispone el art. 84 de nuestro Código de Comercio. Cuando se pacta la entrega fraccionada de mercancía, la entrega parcial, no representa un contrato distinto, sino que cada una de las entregas componen la prestación jurídica única, a que se ha comprometido el vendedor en un solo contrato.

Tal como dije al principio, los supuestos del incumplimiento de las obligaciones de las partes contratantes, y de sus efectos, se regulan por las normas preceptuadas por el Código Civil. No obstante, el Código de Comercio, establece reglas especiales para proteger al

vendedor contra la negativa del comprador de recibir la mercancía objeto del contrato, autorizándolo a liberarse de su obligación, aun en contra de la voluntad del comprador. La mora en el Derecho Mercantil puede referirse tanto a la obligación de entregar el precio como a la de entregar la mercancía, a la de aceptar el precio o de aceptar la mercancía. Las consecuencias de la mora solvendi, son distintas de los efectos que acarrea la mora accipiendi. La mora accipiendi nunca acarrea responsabilidad por daños y perjuicios, teniendo relevancia únicamente cuando es el comprador quien rehúsa a aceptar la mercancía objeto del contrato.

El Derecho Mercantil, no hace diferencias sobre los efectos jurídicos que implica la simple demora de la prestación ni la falta absoluta de la misma. En el tráfico mercantil, el retraso en la ejecución del contrato, equivale precisamente a la falta de ejecución del mismo.

e) El tráfico mercantil requiere la rápida y efectiva ejecución de los contratos. Respondiendo a estas exigencias, el Derecho Mercantil establece disposiciones especiales, en cuanto a la obligación de entregar la cosa y en cuanto al tiempo en que debe de entregarse.

Para que se entienda cumplida la obligación de entrega, por parte del vendedor, no es necesario, que la cosa sobre la cual recae el contrato, se ponga en poder de quien la ha adquirido. El Derecho Mercantil se conforma con la "traditio ficta" de la cosa, la que implica la simple puesta a disposición del comprador de las mercancías objeto del contrato; es decir, que para la compraventa mercantil, la puesta a disposición de la mercancía objeto del contrato equivale a la entre

ga efectiva de la cosa. En consecuencia, desde que el vendedor pone a disposición del comprador la mercancía, éste - el comprador - es tá obligado a pagar el precio. Estos preceptos los establece nuestro Código de Comercio, en el art. 86.

Es frecuente en el tráfico mercantil, que la tradición de las mercancías objeto del contrato, se lleve a cabo por medio de títulos representativos de las mismas, cuando éstas - las mercancías - se encuentran en depósitos en almacenes generales o se hallan de viaje, es decir, cuando están siendo transportadas por tierra o por mar, tal como dije al referirme a la cláusula on board, al tratar sobre las Bol sas de Mercancías.

f) Las disposiciones sobre el saneamiento, por los vicios de la cosa, tienen importancia relevante en el tráfico mercantil. Se en tiende por vicio, todo defecto que no implique la falta de cualidades e senciales, de la cosa objeto del contrato, de suerte que una vez deter minada la presencia de todas las cualidades esenciales de la cosa, es decir, de un tipo especificado de mercancía, toda otra imperfección que está presente, es un vicio para los efectos de la responsabilidad del vendedor sobre los vicios redhibitorios de la cosa.

Nuestro Código de Comercio ofrece a los contratantes en el caso de los vicios redhibitorios, dos alternativas: una que impone al vendedor, a elección del comprador, la rescisión del contrato o la in demnización; y otra, que obliga indirectamente al comprador a exami nar en breve plazo la mercancía objeto del contrato y denunciar los de fectos de la misma, ya que si no lo hace caduca su acción para reclamarle al vendedor.

La doctrina mercantil hace distinción entre prestación diversa y prestación defectuosa. Las consecuencias jurídicas de ambas son distintas, ya que en el caso de prestación diversa se trata de un incumplimiento total del contrato, lo que da lugar a que se instauren las acciones contractuales, las cuales no son las de garantía, sino que aquellas que se dirigen a la resolución del contrato o a la exigencia de la entrega de los objetos pactados en el mismo. El art. 85 de nuestro Código de Comercio, asemeja los efectos de la prestación diversa a los de la prestación viciosa, unificando los vicios defecto de calidad y defecto de cantidad. Consecuentemente, la prestación defectuosa puede consistir en defectos de calidad, la que puede referirse a la calidad necesaria para la utilización comercial, o a la calidad específicamente prevista por los contratantes como es el número, el peso o la medida de la mercancía. Cuando el vicio se refiere a la cantidad, la prestación es una prestación diversa a la pactada en el contrato de compra y venta y puede afirmarse, que en ese caso, las disposiciones reguladoras del art. 85 del Código de Comercio no se aplican cuando la diferencia de cantidad sea tan grande que no haya posibilidad racional que haga suponer la aceptación del comprador. Lo dispuesto en el art. 85, se aplica exclusivamente a los casos en que la aceptación del comprador pueda presumirse, por no ser mayor la diferencia de cantidad entre la cosa entregada y la cosa pactada.

El Código de Comercio, no impone al comprador la obligación de examinar la mercancía recibida y de denunciar los defectos en un plazo breve, pero por el contrario, le otorga al vendedor el derecho de exigirle al comprador, en el acto de la entrega, que haga el reconocimiento

en cuanto a la cantidad y calidad de las cosas objeto del contrato. Esta disposición está contenida en el art. 85 inciso último de nuestro Código de Comercio. Como consecuencia de este precepto se deriva que la ley impone al comprador una obligación de examen previo. Tanto en el caso de examen obligado o voluntario, los reclamos que puede efectuar el comprador contra el vendedor como consecuencia de los vicios provenientes de defectos de cantidad y calidad deben de hacerse inmediatamente. Si el comprador no reclama, el Código supone su asentimiento y su conformidad con los defectos que pudiere tener la mercancía objeto del contrato. El Código únicamente hace distinción con respecto a los plazos; así tenemos que si las mercancías están envasadas o embaladas, el comprador tiene 3 días de plazo contados desde el siguiente a aquel en que hubiere recibido la mercancía para hacer la denuncia de los vicios de calidad. Si no obstante haber examinado el comprador la mercancía al momento de recibirla, no pudiere percibirse de los vicios de la misma, por tratarse de vicios internos, el plazo para hacer la denuncia se amplía a los 30 días siguientes de la entrega.

Art. 88 del Código de Comercio. Las acciones de que está investido el comprador son las siguientes:

- a) Puede optar por la rescisión del contrato o
- b) Por su cumplimiento con arreglo a lo pactado; pero teniendo siempre derecho a la indemnización de los perjuicios que le hubieren irrogado los defectos de la mercadería tal como lo preceptúa el art. 85 inciso 3o. del Código de Comercio. Ahora bien, el comprador que no hace la reclamación a que tiene derecho en el momento de hacer el examen de las mercancías o en el plazo señalado en el Código, pier

de toda acción y derecho a repetir contra el vendedor por causa de los vicios o defectos de calidad o cantidad.

g) Otro de los elementos diferenciadores que hace la doctrina, y en especial la doctrina mercantil francesa, es que en la compra venta mercantil es válida la venta de cosa ajena, a diferencia de la reglamentada por el Código Civil, en vista de que, en el tráfico mercantil, no es necesario, para la validez del contrato de compraventa, que la cosa objeto del contrato sea de propiedad del vendedor. En el Derecho Mercantil, en caso que la cosa objeto del contrato sea ajena, la obligación del vendedor se reduce, a adquirirla para poder cumplir con su obligación de entrega.

Nuestro Código de Comercio, no tiene ninguna reglamentación especial, en cuanto a la venta de cosa ajena, en cambio, el art. 1619 de nuestro Código Civil dice que la venta de cosa ajena no vale. En consecuencia, cabe preguntarse, si en nuestra reglamentación jurídico-mercantil es válida la venta de cosa ajena. A este respecto, caben hacer las consideraciones siguientes:

En el Derecho Romano, la venta de cosa ajena era válida. Ulpiano, en sus comentarios al Digesto dirigidos a Sabino decía: "Es indudable, que cualquiera puede vender la cosa ajena". En el derecho antiguo español, la Ley 19 del Título V de la Partida V, se expresaba en los términos siguientes: "Cosa ajena vendiendo un hombre a otro valdrá la venta". Este mismo precepto, era el que contenía el antiguo Derecho Francés. Al redactarse el Código de Napoleón, fue que se dijo, que la venta de cosa ajena, "era una convención no razonable, ridícula, contraria a la naturaleza de las cosas, y a las vistas sanas de la moral", pre

ceptuándose, que la venta de una cosa llevada a cabo por el que no era propietario debería de considerarse nula. Esta distinción, era explicable, al considerar que en el Código Napoleónico, basta la perfección del contrato de compraventa, para que surta efecto la transferencia del dominio, resultando en consecuencia, que no puede reputarse válida la venta de una cosa que no es propiedad del que aparece en el contrato enajenándola, pues mal puede transferir el dominio de una cosa, quien no es propietario de ella. "La venta de cosa ajena" dice Planiol: "Es nula en el Derecho Francés, por la misma razón que lo era en el Derecho Romano la mancipatio, de una cosa que no era propiedad del que la hacía".

En nuestro Código Civil, no concurren las mismas razones, puesto que se le ha dado a la compraventa el carácter de simple contrato productor de obligaciones y extraña a la transferencia de la propiedad. Tan es así, que el art. 1619 a que he hecho referencia, antes de las reformas de 1902 decía: "La venta de cosa ajena vale, sin perjuicio de los derechos del dueño mientras no se extingan por prescripción".

No obstante el art. 1619 de nuestro Código Civil vigente, reputa que no vale la venta de cosa ajena. El art. 1619 preceptúa: que aquél que vendió lo ajeno debe de indemnizar al comprador que ignoraba esta circunstancia. El art. 1622 establece, que la venta de cosa ajena se revalida por la ratificación del propietario. El art. 1623 dice, que por venir a ser el vendedor de lo ajeno, propietario de lo vendido, se da al comprador como verdadero dueño desde la fecha de la tradición. En definitiva y para lo que nos interesa al estudio de la compraventa mercantil, lo que importa, no es que la compraventa de cosa ajena sea válida

o nula, tal como lo preceptúa el art. 1619 C., sino que lo importante, es la buena fe del comprador y la posibilidad de que el contrato se cumpla, pese a que la cosa objeto del contrato sea ajena.

Haré una somera referencia, a lo que la doctrina denomina compraventas especiales o excepcionales, como fases de la compraventa mercantil. Las especialidades de este tipo de compraventa, tienen por origen el objeto, el lugar, la forma, los modos de perfeccionarse o de consumarse, la determinación de las ganancias, o los efectos que éstas producen:

1o) En cuanto a la opción de compra, ésta nace a la vida formal del derecho, a veces como negocio principal y único, otras como pacto incorporado a contratos diferentes y algunas veces como derivación de otro negocio, que le sirve de antecedente, al que queda ligada por razones de su origen. Pero la opción de compra, siempre mantiene su fisonomía jurídica propia, como contrato preparatorio, debiendo por consiguiente adaptarse al regimen general de contratación. La naturalidad del contrato de opción y sus efectos, se configuran, como un contrato de carácter convencional, generalmente unilateral, y con diferencias bien marcadas, de la promesa recíproca de compraventa, hasta el grado, de ser una figura sui generis, con sustantividad propia, mediante la cual, obtiene el optante, de modo exclusivo, la facultad de prestar su consentimiento en el plazo señalado en la oferta de venta, que por el primordial efecto de la opción, es vinculante para el promitente, quien no puede retirarla durante el plazo aludido, por cuanto se lo impide la relación jurídica que con finalidad de garantía, va anexa a la oferta de venta, con lo que al hacer uso el optante de tal derecho, se extingue el

contrato de opción y se perfecciona el contrato de compraventa.

2o) Las compraventas a término. En esta clase de transacciones mercantiles, la entrega de mercancías, su precio o ambas cosas a la vez, se aplazan por un determinado lapso. Si se trata de una compra a plazo, es indudable, que desde el día en que el contrato se celebra, hasta la recepción de las mercancías, el comprador y el vendedor, corren el azar de que suban o bajen de precio las mercancías objeto del contrato. Si hay una elevación en el precio, el comprador, se beneficia en perjuicio del vendedor, el cual deberá de hacerle la entrega de las mercancías por la suma pactada. Si por el contrario, hay un descenso en el precio, el vendedor obtendrá la cantidad que fijaron, beneficiándose en perjuicio del comprador.

3o) Compraventa a Prima Simple. Esta modalidad se adopta para evitar los efectos a que he hecho referencia en el número 2o). Por medio de ella el comprador y el vendedor pactan que quedan en libertad de separarse o no de la operación, cuando llegue el momento de ejecutar el contrato, pagando al otro determinada suma.

4o) La compraventa con Prima Doble. Se conviene con una misma persona, que mediante el pago de cierta cantidad, uno de ellos puede adoptar la posición de comprador o vendedor, a su elección, según le parezca conveniente, dadas las variaciones del mercado. Si la mercancía objeto del contrato sube de precio, éste comprará; si baja, venderá los efectos de que se trate. El otro contratante, asume pues los riesgos del alza y de la baja, pero en cambio tiene a su favor el hecho que el valor de las cosas no sufran alteración sensible, en cuyo caso ganará la prima, siéndole indiferente que el optante adopte la posición de compra

dor o vendedor.

5o) Compraventa a facultad. Este tipo de contrato se da cuando una persona pacta con otra la adquisición de determinada cantidad de mercancías, pero reservándose, la facultad de ampliar su pedido, con la obligación correlativa, por parte del vendedor, de entregar todo lo que el comprador le solicite.

Todas estas reglamentaciones y disposiciones doctrinarias que regulan la compraventa mercantil, en términos generales, tienen aplicación en las operaciones bursátiles, ya que tal como he repetido en el transcurso de mi tema, las operaciones de bolsa consisten en la compraventa de títulosvalores o títulos de crédito. Pero no es por tratarse de una compraventa de este tipo, que las operaciones bursátiles tengan el carácter de mercantil, sino porque nuestro Código de Comercio las califica como actos objetivos de comercio en el art. 3o. numeral 14 del Código de Comercio. La tipicidad de las operaciones de compraventa en bolsa, se caracterizan primordialmente, por el lugar, el tiempo, la naturaleza de los bienes sobre los cuales se efectúa y la significación comercial del personal adscrito a la Bolsa que interviene en dichas operaciones.

LOS CONTRATOS BURSÁTILES: CONCEPTO, CLASIFICACION Y NATURALEZA JURIDICA .

Los contratos bursátiles, son las compraventas mercantiles, que recaen sobre títulosvalores o títulos de crédito, o sobre los derechos derivados de los mismos, concertadas por Agentes de Bolsa, quienes actúan en nombre propio y por cuenta ajena, en las horas predeter

minadas por los reglamentos de la Bolsa - sesión bursátil - en la cual, el agente vendedor se compromete a entregar los títulos, o los documentos que amparan los derechos derivados de los mismos, sobre los que recae la negociación, en el término convenido - dentro de los límites fijados por la Bolsa - y el comprador a pagar el precio de los mismos; o aquellas, en las cuales las obligaciones de las partes se reducen a pagarse las diferencias de precio que pudieran tener los títulos o los derechos objeto de la negociación, en la época determinada en el contrato de acuerdo con la cotización; y no se liquidan personalmente entre los agentes contratantes, sino por medio de una Cámara o Departamento de Liquidaciones.

Los contratos bursátiles pueden clasificarse de la siguiente manera:

a) Contratos al contado; b) contratos a plazo; c) contratos con prima; d) contratos en firme; e) contratos a voluntad; f) contratos de doble - report - o reporto; g) contratos en descubierto; h) contratos de deport o deporto; i) contratos de doble en alza o en baja; j) contratos de opción; k) contratos diferenciales.

Para poder determinar la naturaleza jurídica de los contratos bursátiles, es preciso hacer una enumeración de las características esenciales que presentan este tipo de contratos:

1o) En Bolsa, en términos generales, al contrario de lo que ocurre en los contratos ordinarios, el comprador y el vendedor se desconocen llevando a cabo las negociaciones por medio de agentes de bolsa, que obran en nombre propio y sin revelar el nombre de sus clientes; el vínculo resultante de la convención no se produce entre el cliente com

prador y el cliente vendedor, sino entre los agentes intermediarios que conciertan la operación.

2o) La ejecución del contrato - la entrega de los títulos y el pago del precio, no se lleva a cabo, directamente entre los interesados, los cuales únicamente tienen vinculación con el agente de bolsa, que por cuenta de ellos lleva a cabo la negociación.

3o) Por tal razón, es el agente de bolsa, quien queda obligado con los otros agentes, y en consecuencia son ellos - los agentes - los que deben de ejecutar la operación convenida, aun en el caso de los clientes dadores de las órdenes, incumplan los compromisos contraídos con ellos.

4o) En Bolsa, se opera in genere, es decir, sobre cantidades o partidas de títulos, de conformidad a las condiciones establecidas por los usos normativos y reglamentos bursátiles, y de acuerdo con los cambios fijados en la cotización en el día en que se lleva a cabo la negociación; los títulos se negocian conforme a la cotización.

5o) El contrato bursátil, no se concierta sobre número de títulos libremente elegidos por las partes, sino sobre el previamente determinado por la reglamentación de la Bolsa.

6o) No queda al libre arbitrio de las partes, fijar la fecha de ejecución o vencimiento del contrato, estos, se concluyen en las fechas determinadas que concuerdan con las establecidas para las liquidaciones.

7o) La liquidación, o más bien dicho la ejecución del contrato, se lleva a cabo con base a una compensación sui generis, tal como la hemos explicado en los párrafos anteriores.

En términos generales, puede decirse, que la naturaleza jurí-

dica de los contratos bursátiles, es una combinación del contrato de compraventa mercantil y del contrato de comisión. La comisión mercantil en consecuencia, se lleva a cabo - se realiza - por medio de la compraventa mercantil de títulosvalores o títulos de crédito. Tal como lo he expresado, en Bolsa se compran y venden los títulos representativos de la riqueza mobiliaria, por medio de agentes de bolsa que actúan en nombre propio y por cuenta ajena, recayendo las obligaciones del contrato celebrado o convenido, entre los agentes que lo han concertado, y por otro lado, entre el cliente y el agente a quien le ha dado la orden para la operación de bolsa. Juntamente con el contrato de compraventa y con el contrato de comisión, se perfila en los contratos bursátiles, la figura propia del contrato de "mediación", el cual está confundido en nuestro Código de Comercio, con el contrato de comisión y con el mandato mercantil.

Haré un examen separado de cada uno de los contratos bursátiles a que he hecho referencia en los párrafos anteriores, al clasificar las distintas clases de contratos, al principio de este epígrafe.

La primera clasificación de los contratos bursátiles, en contratos al contado y contratos a plazo, deriva precisamente de lo dicho anteriormente al referirme a las clases de operaciones de bolsa, ya que los contratos bursátiles nacen a la vida jurídica como consecuencia de las operaciones concertadas y ejecutadas en las Bolsas de Valores Mobiliarios. En consecuencia, la clasificación que se hace de los contratos bursátiles al contado o a plazo, responde a la circunstancia según que la consumación del contrato, se lleve a cabo en los plazos necesarios, para que los títulos vendidos lleguen a manos del agente de

bolsa y pasen a poder del cliente comprador o en un plazo más lejano; es decir que se de un diferimiento para la entrega de títulos y pago del precio. Estos vencimientos son uniformes, fijados de antemano por las Bolsas en sus reglamentaciones y por los usos normativos formados en las mismas, que dan origen al derecho bursátil.

En consecuencia, los contratos al contado, son aquellos en los que no se señala plazo para su consumación, si bien los usos normativos bursátiles, señalan por lo general, para su ejecución material hasta la sesión siguiente de Bolsa.

Los contratos a plazo, son aquellos en que se fija una fecha posterior para su ejecución; y en ellos, naturalmente, la obligación de entregar los títulos objeto del contrato y el precio de los mismos, no debe de ejecutarse hasta la llegada del plazo convenido.

Contratos con Prima, llamados también Condicionales:

Este tipo de contrato, se caracteriza por el hecho que la obligación de una de las partes contratantes, es condicional. Esta se reserva la facultad de escoger, llegado el vencimiento del plazo fijado, entre diversas soluciones, tales como: ejecutar el contrato, modificarlo, e incluso resolverlo. En este tipo de contrato, ambas partes, llegado el vencimiento del plazo, no están obligadas a llevar a cabo la ejecución, ni a asegurar la consumación efectiva del contrato. El comprador o el vendedor, se reservan el derecho de abandonar o resolver el contrato, cuando desistan de él o no deseen ejecutarlo, o bien para modificar las condiciones, o el modo de ejecución del contrato, ya se refiera al objeto, al vencimiento o mediante ventajas concedidas a la contraparte, que consisten en el pago de un premio, prima o bonificación.

Podemos definir este tipo de contrato, como la compraventa mercantil que recae sobre títulosvalores, en la que el comprador o el vendedor, se han reservado el derecho de separarse del contrato por su voluntad, modificarlo, etc., abonando a la otra parte, una determinada cantidad de dinero, la que recibe el nombre de prima.

La utilidad que representa este tipo de contrato en la técnica bursátil, es importante. Por medio de ella, tanto el comprador como el vendedor, se encuentran en la posibilidad de limitar los riesgos a que se hallan sujetos, ya que, una vez que se haya convenido el contrato sobre los títulos, si éstos - los títulos vendidos - descendieren de valor considerablemente, el comprador que se hubiere reservado el derecho, abandonará su obligación de adquirir dichos títulos sin entregar ningún precio por ellos, limitándose a hacerle entrega al vendedor de la suma determinada como prima. Por el contrario, cuando fuere el vendedor a quien le corresponde el derecho, si los títulos enajenados llegaren a tener un cambio más alto en términos tales que la diferencia entre los cursos de los títulos en Bolsa y el precio en que se convino la compraventa, sea mayor que el importe de la prima en cuestión, el vendador abandonará el contrato, abonando la cantidad pactada en concepto de prima. Es decir, que en este tipo de contrato, se sustituye, la ejecución en natura, por el pago de una cantidad de dinero, facultad, que ha de preverse, en el contrato concertado por las partes.

Debe de aclararse, que en este tipo de contrato, los contratantes originalmente, se obligan, al igual que en los contratos que no adoptan esta modalidad, a la entrega de los títulos por parte del vendedor, y al pago del precio por parte del comprador, añadiendo una cláusula es

pecial, en virtud de la cual, uno de los contratantes puede, alterar ese cumplimiento normal por otros de los previstos en dicho contrato, el que puede consistir, como ya se dijo, en el abono de la prima, la que se exige como una compensación, a la concesión otorgada de poder sustituir la ejecución normal prevista en el contrato.

El beneficio que percibe el contratante, que conciente en el ejercicio de aquella facultad por parte del otro contratante, en los medios bursátiles se le denomina "facultad de opción". En los usos bursátiles, dicese que se trata de "opción consentida por una de las partes a la otra parte contratante". La ventaja que se concede a la contraparte para que pueda hacer uso de la facultad de abandonar el contrato, bursátilmente se le llama "prima". Debido a la denominación, que se le da en los medios bursátiles, al beneficio que percibe el contratante que ha otorgado el ejercicio de la facultad, es que los autores, agrupan en un mismo concepto la cláusula de opción y la prima, las que en realidad, son conceptos distintos de un mismo contrato, o de contratos diversos, tal como se explicará al tratar de los contratos de opción.

En este tipo de contrato se distinguen los elementos siguientes:

1o) Un contrato perfecto de compraventa de títulos de crédito o títulosvalores.

2o) Una cláusula por medio de la cual, se faculta al comprador o vendedor, para escoger entre el cumplimiento efectivo de la compraventa, el abandono de la misma, o la modificación de su ejecución por otra determinada al momento de efectuarse el contrato, es decir, al momento de cumplirse el contrato.

3o) Una prima o cantidad de dinero que se exige, ya sea por la

simple concesión de la facultad de opción, hágase o no uso de ella, o bien como indemnización para cuando se haga uso de ella, en los términos que se autorice en el contrato. En el primer caso la prima se paga siempre; en el segundo sólo cuando se hace uso de la facultad concedida en el contrato. Otras veces, la prima va incluida en el mayor precio a que se vendan los títulos, en compensación, por la concesión del derecho otorgado a las partes.

Las distintas Bolsas de Valores Internacionales, regulan de modo diferente este tipo de contrato, razón por la cual la naturaleza de la prima varía también de una Bolsa a otra.

Tal como dije anteriormente, para unos la prima representa el contravalor exacto de la facultad concedida a las partes. Se compra en firme esta facultad y su precio es debido cualquiera que sea la suerte que en definitiva corra la facultad otorgada, es decir, que si hago o no uso de ella.

Para otros la prima tiene el carácter de indemnización; el comprador de la facultad, no tiene por qué pagar la prima si confirma y ejecuta la negociación, tal como fue convenida. Por el contrario, entregará a su contraparte el monto estipulado si al vencimiento opta por abandonar la operación. Como ejemplos típicos de estas dos concepciones del contrato a que me refiero se pueden señalar: la Bolsa de Valores Inglesa y la Bolsa de Valores Francesa.

En la Bolsa de Londres, quien quiere concertar una operación a prima, reservándose la facultad de revocarla a su vencimiento, concluye el contrato de compra o de venta de los títulos, como si se tratase de una negociación normal, al cambio registrado para las operacio-

nes en firme. Al mismo tiempo compra la opción, es decir, el derecho de resolver a su vencimiento la operación concertada.

En la Bolsa de Valores de París, al contrario, se aplica el segundo sistema. La prima no es debida más que si la operación concertada no se ejecuta a su vencimiento: tiene el carácter de una simple indemnización. En este último supuesto, para que exista vendedor con opción, es preciso que el riesgo del alza que íntegramente asume, que sólo en caso de baja podría ser compensado, se atenua por la estipulación de un cambio apropiado, que lógicamente ha de ser más elevado que el de las operaciones en firme. La diferencia que en un momento dado separa los cambios en firme, de los cambios con prima se llama "ecart".

En Londres, lo que diferencia una operación en firme de una operación con prima, se concreta en la suma de dinero la cual hemos denominado prima. El monto, más o menos elevado de la prima, es el que constituye el equivalente de los riesgos suplementarios, más o menos considerables que asume el vendedor de la opción. En París, al contrario, un doble elemento interviene para diferenciar una y otra clase de operaciones: el primero es la prima y el segundo es el "ecart".

Es oportuno aclarar varios conceptos que se refieren a este tipo de contratos bursátiles. Por "ecart de primes" se entiende la diferencia entre el cambio en firme y con prima, como compensación para el vendedor de la ventaja de la concesión de la opción otorgada al comprador. El "ecart" está en relación directa con el mayor tiempo que se concede para hacer uso de la facultad, por el mayor riesgo que corre el vendedor cuanto más sea el tiempo a que está sometida su po

sición bajista. Por esta razón, el "ecart", es mayor a principios de mes y va disminuyendo a medida que se aproxima el término de liquidación, y consecuentemente, es más elevado el "ecart" cuando más lejana es la fecha de consumación del contrato.

PIE DE LA PRIMA. Se denomina "Pie de la Prima", la cantidad resultante después de deducir del cambio concertado el importe de la prima. Pondré un ejemplo: supóngase que hay un cambio señalado de ₡90.50 por título, y una prima de ₡0.50 por título, da como resultado un pie de ₡90.00. Esta cifra representa el límite a partir del cual al comprador le conviene recoger la prima, es decir, adquirir los valores al precio pactado, pues todo aumento del cambio de contratación sobre el "pie de la prima" representa una ganancia que llevará a cabo vendiendo los títulos que acaba de adquirir. Por el contrario, todo cambio inferior al "pie de la prima", indica que el comprador debe de entregar, la prima en favor del vendedor, pues eso señala, que ha comprado a un precio mayor que aquél determinado por el organismo bursátil, en el momento de la consumación de la operación.

Las formas que pueden adoptar este tipo de contrato - contrato con prima - son innumerables, por lo que es imposible dar una clasificación sistemática. No obstante haré una enumeración de las formas más corrientes que adoptan en los mercados bursátiles los contratos con prima:

1o) Primas que afectan la ejecución del Contrato. Este tipo de contrato, otorga el derecho de renuncia, el que significa para el comprador la facultad de recibir o no los títulos objeto del contrato y para el vendedor la facultad de entregarlos o no, dependiendo a favor de quien.

se estipule la facultad. Estos pueden ser:

a) Prima que concede la facultad de retirar o no los títulos, denominada "dont" en francés, "Call" en inglés, "Di Oui" en italiano, "Vorpraemie" en alemán.

Esta modalidad consiste, en la compra de una partida de títulos para ser entregados a fin de mes o a fin del próximo, es decir, a una próxima liquidación, a precio determinado, con reserva de la facultad de ejecutar o no la operación principal. Esto es, de retirar o no los títulos, previa obligación de pagar determinada prima en el acto de concertar la operación o al vencimiento del plazo, según el uso bursátil, adoptado por la Bolsa. Es un medio para limitar la pérdida. Cubre el riesgo de bruscas oscilaciones o de aquellas de mayor cuantía que las previstas por el que paga la prima, sin límite de posibles ganancias. Por el contrario, el vendedor, si no se cubre, está ante la pérdida ilimitada frente al beneficio limitado de la prima si no se ejecuta el contrato.

b) Prima que faculta la entrega o no de los títulos denominada "Prime Pour Livrer" de los franceses, "Put" de los ingleses, "Premio per poter consegnare" de los italianos y "Rückpraemie" de los alemanes. Por medio de este contrato, el vendedor se reserva la facultad de entregar o no los títulos contratados previa obligación de pagar, o pagando, desde luego, una prima al comprador. Al revés de lo que sucede en el caso anterior, el vendedor limita su pérdida y está ante ganancia ilimitada si la cotización desciende, pues entonces, ésta consistiría en la diferencia de lo que percibe por los títulos vendidos - cotización normal menos el valor de la prima - y el que alcancen en su

cotización descendente si los vuelve a comprar. De todas maneras, la ganancia existe al valorar su cartera de títulos. En una palabra, la ejecución del contrato dependerá en ambos casos de la marcha de los cambios.

2o) Primas que afectan el modo de ejecutar el Contrato. En este tipo de contrato, mediante el pago de una prima, se adquiere el derecho de comprar a un cambio determinado o vender a otro cambio un número de títulos. Al vencimiento, el favorecido con la facultad, opta entre la venta o la compra, o sea por la solución que le parezca más ventajosa. Este tipo de contrato, es conocido con el nombre de "Doble Prima o Doble Facultad", "Put and Call" de los ingleses, "Doppio Premio" o "Doppia Facoltà" de los italianos, "Stellage", "Zweipraemiengeschaefte", "Stellgeschaefte" "Zweischneidige" "Praemiengeschaefte" de los alemanes.

Comprar un "Stellage" en términos bursátiles significa, pagar una prima - Stellage -, para tener la facultad de retirar o entregar, mientras que vender un "Stellage", supone recibir una prima para dejar a otros aquella facultad. Con este contrato se pone límite a los riesgos de pérdida, con posibilidad de recibir, por las razones expresadas anteriormente, ganancias de mayor o de menor alcance.

Esta modalidad del contrato con prima, es de origen alemán y de uso corriente en las Bolsas de Nueva York, Londres y París, el que se ha extendido al resto de los mercados bursátiles mundiales. El que toma un Stellage se llama comprador y el dador del Stellage se denomina vendedor. La actuación del primero es activa; en cambio, la del segundo es totalmente pasiva; se beneficia con el estancamiento de los

cambios o con una fluctuación menor, dentro de los dos polos señalados como precios, además, del sobre-precio que se impone por la concesión de este tipo de opción.

3o) Primas que afectan el objeto del Contrato. Estas son de nominadas "Call of More" o "Put of More", de los ingleses; "Nochgeschaeft", "Schluss auf noch und mit noch" o "Schluss mit Ankündigung" de los alemanes. Por medio de esta modalidad, se da derecho al comprador a retirar o a entregar al vencimiento, si los cambios le son favorables, como comprador en el primer caso, como vendedor en el segundo - una cantidad doble o triple de la que estaba inicialmente convenida. Cuando opera inversamente el contrato, el que es denominado por los alemanes "Schluss auf fest und offen" el comprador, puede no retirar o no entregar más que una cantidad de títulos, dos veces, tres veces, etc., según se pacte, menor que la inicialmente convenida, si los cambios le son desfavorables o bien mantenerla íntegramente si le son favorables.

4o) Primas que afectan el vencimiento de la Operación. Este tipo de contrato tiene su origen también en las Bolsas alemanas y consiste en otorgar la facultad al comprador o al vendedor, de modificar el vencimiento de la operación. El comprador de esta opción puede, si es comprador en firme, hacer entrega de los títulos antes del término fijado, el cual es denominado en el derecho alemán "Taegliche Lieferun", o bien después de un tiempo mínimo determinado, el que puede variar - 15 días, un mes, etc. - denominado en el Derecho Alemán "Wandel" o "Escomtgeschaeft" que significa mercado móvil o de descuento.

5o) Contrato de escala de primas "Echelle". Esta es una serie de compras y ventas combinadas, en firme y con prima - escala a riesgos ilimitados - únicamente con prima - escala a riesgos limitados -, las que se llevan a cabo a diferentes cambios y fechas, al alza y a la baja escalonadas y superpuestas unas a otras, en virtud de una progresión ordenada. Esta operación se funda en las diferencias que existen, sobre todo, a principios de mes, entre el cambio en firme y el cambio con prima, el que como hemos visto se denomina "ecart" o entre las diferentes clases de prima que pueden presentarse y es considerada como uno de los contratos más seguros y productivos que se conciertan en las Bolsas de Valores.

Todos los contratos descritos, no tienen su fundamento en bases idénticas, ya que cada clase de prima pactada, da lugar en cuanto a la forma, a un tipo de negociación especial.

En cuanto a la naturaleza jurídica de este tipo de contratos bursátiles, las opiniones son tan variadas como los autores. Así tenemos que Garcés opina, que la prima es una justa remuneración pagada a uno de los contratantes por el hecho de que se le otorga la facultad de ejercer el derecho pactado.

Goldschmidt dice que la prima es la indemnización, más bien dicho el precio de la indemnización.

Thoel la considera como un contrato aleatorio concertado entre personas de opinión contraria que se comprometen a pagar cierta suma al que resulte que tiene razón.

Gasca, considera que en este contrato se trata de una condición resolutoria, la cual no se deja al arbitrio de uno de los contratantes, en

vista que éste se obliga a ejecutar el contrato o a pagar la prima.

Adolfo Bonilla San Martín y Emilio Miñana Villagrasa, estiman que la prima pactada es la indemnización que comprador o vendedor se obligan a pagar a la otra parte, para en caso de rescindir el contrato concertado con la reserva de este derecho.

Garrigues, considera que las operaciones con prima se asemejan a la cláusula penal, equiparando la prima con la cláusula penal, por medio de lo cual se exime al comprador del cumplimiento de la obligación mediante el pago de la prima o pena.

Ahora bien, dentro de las figuras jurídicas de la legislación salvadoreña ¿cómo puede considerarse este tipo de contrato? ¿Es una obligación alternativa? ¿Es una obligación facultativa? ¿Es una obligación con cláusula penal? ¿Es una obligación condicional?

Las características de la obligación alternativa son la pluralidad de prestaciones y el derecho del deudor de extinguir la obligación pagando una sola prestación. El artículo 1570 del Código Civil dice: "Que obligación alternativa es aquella por la cual se deben varias cosas, de tal manera que la ejecución de una de ellas, exonera de la ejecución de las otras".

Ahora bien, de acuerdo con el art. 1371 C. cada una de las cosas comprendidas en la alternativa es independiente de la otra, motivo por el que la cosa elegida para el pago, debe de ser ejecutada o entregada en su totalidad, no pudiendo el deudor dividir el pago y obligar al acreedor a recibir parte de una cosa y parte de la otra, aun cuando se trate de cosas divisibles. En consecuencia la obligación alternativa se caracteriza porque todas las prestaciones están en la obligación, pe

ro solamente una de ellas en el pago. Ahora bien, el contrato con prima bursátil, no puede considerarse una obligación alternativa por la razón siguiente: el artículo 1372 del Código Civil, dice que siendo a elección del deudor, no puede el acreedor demandar determinadamente una de las cosas debidas, sino bajo la alternativa en que se le deben. En este caso, o sea en el del contrato con prima, el deudor si puede demandar determinadamente la entrega de los títulos porque originalmente el contrato - tal como dije al hablar de las características de este tipo de operación bursátil - es en su rigor y pureza, un contrato de compraventa en la cual el vendedor, se obliga a la entrega de los títulos y el comprador al pago del precio. Es decir, que en la obligación alternativa, la modalidad afecta al objeto y en consecuencia, este tipo de obligación, no nos resuelve el problema cuando el obligado, puede asumir una posición distinta, o sea que el comprador asuma la de vendedor y viceversa.

¿Podría considerarse como una obligación con cláusula penal? como dice Garrigues. Considero que asimilar el contrato con prima, a la cláusula penal no es exacta por las razones siguientes: 1o) porque se restringiría las múltiples variedades de este tipo de contrato con prima exclusivamente a una de ellas, cual es el abandono de la operación mediante el pago de la prima señalada. 2o) La prima en este tipo de contrato, no tiene la finalidad accesoria de garantía, ni liquidadora de indemnización de daños y perjuicios o de castigo, que tiene la cláusula penal, sino que es como uno de los medios pactados de ejecución de la operación, que potestativamente puede elegir el comprador - deudor. 3o) La cláusula penal es una especie de caución, no tomando esa carac

terística de caución la prima pactada en el contrato a prima. 4o) La cláusula penal opera como evaluación anticipada y convencional de perjuicios lo que no es el caso de la prima. La cláusula penal es accesoria, la prima no es un pacto accesorio del contrato, sino que es parte principal. 5o) La cláusula penal, tal como la define el art. 1406 del Código Civil, es aquella en que una persona para asegurar el cumplimiento de una obligación, se sujeta a una pena, que consiste en dar o hacer algo, en caso de no ejecutar la obligación principal o de retardar su ejecución. En consecuencia, la cláusula penal puede ser compensatoria o moratoria. Estos conceptos no se aplican en el contrato con prima, ya que la prima no se da para asegurar el cumplimiento de la obligación, sino que por el contrario, es una facultad que tiene, ya sea el comprador o el vendedor, de cumplir su obligación entregando la prima pactada y aun en los casos que hemos hecho referencia, como por ejemplo, en el derecho inglés, en la Bolsa de Londres, se paga la prima independientemente del cumplimiento o no de la obligación y por el contrario, nuestro art. 1408 C., dice que no se puede pedir al mismo tiempo el cumplimiento de la obligación principal y la pena, sino cualquiera de las dos cosas, a menos que se hubiera estipulado lo contrario. 6o) Otra de las diferencias características es la siguiente: en la cláusula penal la facultad de escoger entre el cumplimiento de la obligación y el pago de la pena es del acreedor, en cambio en el contrato bursátil con prima, la facultad es del deudor, es decir, de la parte que se obliga.

Veamos ahora si podemos identificar este tipo de contrato como una obligación condicional. Examinaré primero la condición en general y después veré, si la puedo asemejar a una condición suspensiva o a u-

na condición resolutoria.

Por condición se entiende un acontecimiento futuro e incierto que puede suceder o no y del cual dependen la existencia o la resolución de un derecho. Una obligación condicional, es aquella convención pactada para hacer depender los efectos de la misma, de un acontecimiento futuro e incierto. Una de las características de la obligación condicional, es que es eventual. La obligación condicional depende del acontecimiento futuro e incierto que constituye la condición, de tal suerte, que aunque integrada o formada la obligación al celebrarse la convención, queda subordinada al acontecimiento futuro e incierto, permaneciendo en suspenso hasta que dicho acontecimiento se realice. Para que haya obligación condicional, es necesario que la condición no destruya la naturaleza de la obligación. En consecuencia nos damos cuenta que el contrato con prima no responde a este requisito esencial de la condición-de no variar la naturaleza de la obligación -, ya que en el caso del comprador, que se vuelve vendedor, estaríamos variando la naturaleza de la obligación, como sería en este caso la de dar. En otro caso, por ejemplo, en el que se pacta la entrega del doble de cantidades, también estaríamos variando el contenido principal de la obligación y en consecuencia, no podría decirse que estamos en presencia de una obligación condicional, al convenirse un contrato con prima en Bolsa.

Se entiende por condición potestativa, aquella en la que la realización del hecho está en la voluntad de una de las partes.

Toda obligación requiere la declaración de voluntad de obligarse de parte del deudor, y no puede considerarse obligado, el que subordina dicha obligación a una voluntad que ha de manifestarse posteriormen

te. En consecuencia, una obligación sujeta a este tipo de condición es nula de conformidad con el art. 1349 C., porque queda al arbitrio del deudor romper o mantener el vínculo. La voluntad del deudor constituiría por sí sola toda la condición del contrato. Ahora bien, para que esta condición potestativa sea considerada nula de conformidad con lo establecido en el art. 1349 del Código Civil, es necesario que la condición potestativa de que se haga depender la obligación consista en la mera voluntad del deudor, es decir, que éste tenga la facultad de romper o de mantener el vínculo jurídico.

Debe de aclararse, que no puede equipararse a la simple voluntad, la facultad de cualquiera de los contratantes para separarse de efectuar la prestación que le corresponde, abonando una determinada suma de dinero, ya que, en este caso, existe una limitación de la libertad del sujeto obligado, que excluye toda posibilidad de equiparar su actuación a una simple resolución arbitraria. Además, no se puede equiparar la condición suspensiva al contrato bursátil con prima, porque en la condición suspensiva, tal como hemos dicho, depende de la condición el nacimiento de la obligación; por el contrario, en el contrato con prima, las obligaciones contraídas por las partes han nacido desde el momento de celebrarse, y es en la ejecución de las mismas en las cuales puede variar la naturaleza del contrato.

Tampoco podemos equipararlas con la condición resolutoria, porque en la condición resolutoria se presupone, el cumplimiento de las obligaciones de ambas partes y todo se reduce, a deshacer lo hecho; es decir, a que las cosas vuelvan al estado en que estaban antes de la convención. Ahora bien, la condición resolutoria tácita que se encuen-

tra en todos los contratos bilaterales, no puede aplicarse a este tipo de contrato, en vista que ésta implica un incumplimiento por parte de uno de los contratantes y en este caso no se trata de incumplimiento, sino que de la facultad concedida a una de las partes, de cumplir el contrato en una forma distinta de la originalmente pactada, aunque, propiamente dicho, no puede decirse de la originalmente pactada, sino que más bien de la forma en que se pactó la obligación, la cual puede solucionarse entregando los títulos o el dinero o pagando la prima con venida.

En consecuencia de lo dicho anteriormente creo que podemos concluir que el contrato con prima se asemeja más a las obligaciones facultativas. En la obligación facultativa, es de la esencia de la misma, el hecho que el deudor solucione o efectúe el cumplimiento de su obligación, con la cosa objeto directo del contrato o con la cosa que promete dar en su lugar. En este tipo de obligación, el acreedor de la obligación facultativa sólo puede reclamar la cosa debida, sin perjuicio de que el deudor puede solucionar la deuda con otra cosa que se designa.

La facultad otorgada por la cláusula con prima al comprador para que pueda elegir, llegado el vencimiento, entre la ejecución del contrato pactado, modificarlo o resolverlo, es lo que sirve para calificar a las operaciones con prima con el contenido jurídico de las obligaciones facultativas. El vendedor desde un principio, está obligado a una prestación determinada, entregando los títulos fijados por el precio convenido; pero otorga al comprador la facultad de elegir, librándo se de ese cumplimiento mediante otra prestación prevista, que puede ir,

desde el simple pago de una prima, hasta las más variadas combinaciones respecto a la cantidad de títulos tal como he hecho referencia anteriormente. Es decir, en esta clase de operaciones existe una sol a prestación - in obligatione - y la otra u otras están - in solutione -; puesto que, de no hacer uso el comprador del "jus variandi" o derecho de opción, la operación se consuma normalmente, ejecutando la prestación pactada en el contrato originariamente. Hasta tal punto, que en el caso que el comprador no haga uso de la facultad que se le ha concedido, ni pague el precio convenido, el vendedor sólo puede reclamar el cumplimiento de lo pactado, o sea la única prestación a que está obligado directamente el deudor y no a la que potestativamente puede elegir el acreedor. Precisamente la diferencia, con las obligaciones alternativas estriba en que las varias prestaciones se encuentran en la obligación. La distinción entre ambas clases de obligaciones suele expresarse mediante la fórmula latina que dice que en la alternativa "plures rex sunt in obligatione, una uten in solutione" y en la facultativa "una rex in obligatione, plures in facultades solutionis".

Aparentemente se ha solucionado el problema de la naturaleza jurídica del contrato con prima bursátil, en la legislación salvadoreña, asimilándolo a las obligaciones facultativas; no obstante, no podemos asimilar este contrato a pesar de que goza de las características de este tipo de obligaciones a una obligación facultativa propiamente dicha, porque en este tipo de obligaciones, la extinción del objeto sobre el que recae la obligación, origina la extinción de la obligación; en cambio, en el tráfico bursátil y en la contratación bursátil, carece de toda trascendencia la pérdida del objeto debido, porque se trata de títulos in genere

y no in speciem como he hecho referencia en el desarrollo de mi tema, y es que el género no perece. En consecuencia en Bolsa se negocia sobre títulos determinados genéricamente y no específicamente. El art. 1377 C. que dice, que si la cosa perece, sin culpa del deudor y antes de haberse constituido en mora, no se tiene derecho al acreedor para pedir cosa alguna, excluye que se aplique la naturaleza jurídica de la obligación facultativa a este tipo de contrato.

En consecuencia, opino que a la luz de nuestra legislación, este es un contrato "sui generis", que goza de las características de las obligaciones a plazo, ya que el plazo es una modalidad que afecta a la obligación en cuanto a su exigibilidad, porque en el contrato de compraventa de títulosvalores con prima, las obligaciones han nacido desde el momento de la convención y es únicamente el cumplimiento de las mismas, - es decir en cuanto a la exigibilidad de las mismas -, que se ha señalado una fecha posterior, durante la cual una de las partes, puede escoger entre el cumplimiento de la obligación o el pago de la prima. En lo que vienen a gozar este tipo de contratos de las características de las obligaciones facultativas, porque el término concedido, por las reglamentaciones de bolsa o por la convención de las partes, para la ejecución de este contrato, en cualquiera de ambas formas, no afecta la existencia de la obligación, sino que únicamente a la ejecución de la misma, o sea que contraída esta obligación a plazo, ella nace desde que el acto jurídico se forma, por lo que la obligación existe, pero no es exigible sino hasta llegado el plazo reglamentario.

) Contratos en firme.

Se denomina "Contratos en Firme" o "Cerrados" a aquellas con

venciones en las cuales las partes quedan recíprocamente obligadas en forma definitiva, sin posibilidad alguna de resolver el contrato por manifestación unilateral de voluntad de los obligados. Este tipo de contratos, puede presentarse ya sea al contado o a plazo.

El Contrato en Firme, lleva implícita la certeza de ejecución in natura de las obligaciones. Al señalarse plazo para el cumplimiento de las prestaciones, la convención queda afectada por el señalamiento de una fecha, en la que debe de llevarse a cabo la entrega de los títulos y del dinero; pero las prestaciones no pueden realizarse dentro del plazo señalado, sino al final del mismo, es decir al término prefijado, por lo cual este tipo de contrato al pactarse la modalidad del plazo, adopta la característica de una obligación a término.

La fecha determinada en el contrato para el cumplimiento de las obligaciones, debe de reunir las características siguientes:

1o) Es cierta y determinada, lo que equivale a decir que es conocida de antemano la fecha en que necesariamente han de efectuarse las prestaciones a que se comprometen las partes.

2o) Es suspensiva o inicial, lo que significa que es conocida la fecha en que ha de iniciarse la liquidación, en contraposición al término resolutorio o final, en el que ha de extinguirse la relación jurídica obligacional.

3o) Es expresa y esencial, puesto que lleva implícita el cumplimiento del contrato, precisa y exclusivamente en la fecha prefijada de antemano, excluyendo la posibilidad de que se cumpla antes o después de ésta y de que se dé el supuesto de la mora, en contraposición con el plazo ordinario, en el cual puede cumplirse la prestación después del

día señalado de conformidad a las reglas de la mora, en la cual se re quiere la interpelación judicial.

El Contrato en Firme, es calificado por la doctrina, como un contrato perfecto a término.

Resumiendo en el Contrato en Firme el comprador y el vendedor quedan definitivamente obligados siendo el plazo fijado para la ejecución de las prestaciones y las condiciones del contrato inalterables, debiendo liquidarse la negociación en la fecha convenida. Por consiguien te, la fuerza vinculatoria obligacional, no puede quedar sometida a la vo luntad unilateral de cualquiera de los contratantes. Las obligaciones con t raídas deben de ejecutarse en el momento convenido, o fijado por los u sos bursátiles reglamentarios sin que sea posible anticiparlo ni retrasarlo.

El vendedor en firme está obligado a entregar los títulos en la fecha convenida y a recibir, a cambio de ellos, el precio estipulado. Si no tiene en su poder los títulos objeto del contrato, debe de adquirirlos a su costo, por lo que el riesgo que corre el vendedor, consiste en la diferencia eventual que suele existir entre la cotización de los títulos fijados el día en que se concertó en el contrato, - fecha en que debería de haberlos tenido en su poder para evitar el riesgo de flucturaciones - y el precio que se satisfaga por ellos al adquirirlos para efectuar la en trega convenida.

Por el contrario, el comprador en firme está obligado a recibir los títulos objeto del contrato en la fecha convenida; corre por consiguien te el riesgo que en el momento de la ejecución del contrato pague por los títulos que recibe un precio superior que el de la cotización que hayan al

canzado los títulos en el momento de la entrega, pero esto no le exige de cumplir totalmente la obligación contraída o sea de pagar el precio pactado.

Es de la naturaleza de este tipo de contrato bursátil - el que se desarrolla entre dos fechas, aquella en el que se concerta y aquella otra en la cual se ejecuta - que tanto el comprador como el vendedor corran el riesgo de que los títulos objeto del contrato en el momento en que deban ser entregados tengan en el mercado bursátil un precio superior o inferior a aquel que originalmente fijaron los otorgantes cuando se perfeccionó el contrato.

Para el que enajena los títulos, este riesgo es teóricamente ilimitado, puesto que los títulos en cuestión, pueden alcanzar cualquier precio por desmesurado que parezca. Para el que los adquiere, la pérdida posible queda circunscrita como máximo al precio que paga por su adquisición, en vista que lo peor que puede suceder, es que los títulos comprados no valgan nada en la fecha en que los recibe, en cuyo caso pierde la totalidad de la suma satisfecha por ellos.

Es característico de este tipo de contrato bursátil, que al adoptar la modalidad del plazo, se limita la libertad de contratación de los otorgantes, por las reglamentaciones de los Organismos Bursátiles, los cuales no permiten a los otorgantes escoger libremente el término para el cumplimiento de las prestaciones convenidas, el que debe de estar comprendido en el máximo señalado por la Bolsa. Consecuentemente, las partes contratantes quedan sometidas de antemano al cumplimiento de las obligaciones contraídas en la fecha señalada para la liquidación de este tipo de contrato por los usos normativos bursátiles. Además de

be de recaer el contrato sobre las unidades de negociación establecidas por la Bolsa.

El concierto del contrato se lleva a cabo como en cualquier otro tipo de contrato bursátil, debiendo los Agentes de Bolsa, de expresar de viva voz sus posiciones, con las palabras de "doy" y "tomo", proponiendo las condiciones en que se efectuará el negocio, y el cambio al que se efectúe.

El contrato en firme, es una compraventa mercantil, en el que las partes contraen obligaciones a término, o sea, en el que las partes se comprometen al cumplimiento recíproco de sus obligaciones, en el término prefijado en el contrato, esto es en el momento señalado para efectuar las prestaciones correlativas. Es inherente a la esencia de este tipo de contrato la carencia de las partes, de facultad de anticipar o retrasar su cumplimiento trayendo como consecuencia que la mora, equivale en este tipo de contrato al incumplimiento total.

d) Contratos a Voluntad :

El contrato a voluntad, es aquel en el que el comprador o el vendedor, se reservan el derecho de liquidarlo en cualquier día de los que median entre la celebración del mismo y la fecha convenida para su ejecución, debiendo avisar el que decide liquidarlo antes del plazo señalado, al otro contratante con la anticipación estipulada en el contrato. En otras palabras, lo que caracteriza este contrato es que la liquidación anticipada del negocio, queda a voluntad de los interesados, con la única condición de que quien haga uso de dicha facultad avise al otro contratante con la debida anticipación. Esta debida anticipación pueden convenirla las partes o acatarse a lo establecido por el uso normativo bursátil de la plaza.

Como contrapartida de la ventaja de recibir los títulos antes de que llegue el día señalado, está la de desprenderse del precio con la misma anticipación.

En ciertas Bolsas, se reconoce el derecho al comprador de constreñir al vendedor a que le haga entrega de los títulos antes del vencimiento del término convenido, abonando por su parte el precio. Este derecho se llama "descuento".

Al decir de Thaller, esta facultad consiste en un favor concedido a la especulación al alza, ya que puede ser una poderosa arma para evitar, en momentos de crisis, la lucha por la baja.

La técnica de la operación es la siguiente: se pacta una venta a término con la condición de que el comprador podrá exigir cuando él lo desee, sin esperar al vencimiento del plazo, la entrega de los títulos. No es una opción, puesto que el cumplimiento del contrato es obligatorio para ambas partes, no quedando subordinado a la decisión de una de ellas; lo único que se deja al arbitrio de una de ellas, es la fecha de ejecución del contrato.

Tampoco tiene el carácter de opción, los contratos denominados "a prima portable", que consisten en el derecho que se concede al comprador de consumir sus obligaciones en el día señalado y al cambio convenido, o aplazarlas para otro día y también fijado de antemano, mediante el pago en este último caso, de una cantidad estipulada. En esta clase de contrato especial, ocurre lo mismo que en los contratos a voluntad, ya que se opera sobre el plazo, pero manteniendo inalterable la esencia del contrato.

Este tipo de contrato nace a la vida jurídica como un contrato

a término, pero sujeto a la condición potestativa de que ninguna de las partes haga uso de la facultad de anticipar el término del vencimiento. Es decir, que se trata de la fijación de un término subsidiario, para el caso de que no se adelante el día señalado como máximo; por lo que participan de la doble naturaleza jurídica de las obligaciones a término y de las obligaciones condicionales potestativas. De allí que, combinando ambas características, puede afirmarse que las operaciones a voluntad, son obligaciones a término subsidiario, sujeto a la condición potestativa de que alguno de los contratantes anticipe el cumplimiento de la obligación. El hecho de que el término esté sujeto a la condición de que cualquiera de las partes lo anticipe, le quita el carácter de obligación a término propiamente dicha, por cuanto es más correcto calificarlo jurídicamente como un término subsidiario o sea en defecto de que las partes lo adelanten.

Podría considerarse que esta sería una condición potestativa que dependiera de la exclusiva voluntad del deudor y que por consiguiente de acuerdo con el tenor del art. 1349 C. sería nula en nuestra legislación, pero el caso no es así, porque en este tipo de contrato no queda al arbitrio de uno de los contratantes el cumplimiento de la obligación, la obligación se cumple, aunque ésta se pueda cumplir en una época distinta a la fijada, lo cual ha sido determinado en el contrato previamente, es decir, en el momento de la celebración.

f) Contratos de doble, Report o Reporto.

Este tipo de contrato es de los que se consideran por la doctrina como típicamente bursátiles, y es denominado "Contrato de Doble" en el Derecho Español; "Report", en el Derecho Francés; "Riporto",

en el Derecho Italiano; "Reportogeschaft" en el Derecho Alemán y "Report" en el Derecho Anglosajón. El Derecho positivo de los diversos países no regula el reporto, sino que su reglamentación se acomoda a las disposiciones generales que regulan los contratos bursátiles, es decir, que está regulado por los usos normativos bursátiles y por las reglamentaciones internas de cada una de las Bolsas de Valores.

Tan importante es la función que desempeña este tipo de contrato en los mercados bursátiles, que Freney las titula "la clave de las operaciones de Bolsa".

En el Reporto, intervienen dos personas con un doble carácter, a saber: un "vendedor-comprador", que presta sus servicios, como enlace, para poder llevar a cabo el contrato. En la primera fase del contrato, el papel desempeñado por las partes es el del vendedor y comprador respectivamente y en la segunda, es a la inversa el de comprador y vendedor. Una vez que se llega a la operación liquidatoria del contrato, se encuentra frente a frente el primitivo vendedor, como actual comprador y el antiguo comprador como vendedor.

En términos generales, puede definirse este contrato, como la convención por medio de la cual el reportador adquiere, por una suma de dinero, la propiedad de títulosvalores o títulos de crédito, obligándose a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido y contra el reembolso del precio, más una prima o premio.

Los elementos personales son el reportador y el reportado y la operación se desdobra en dos fases. En la primera fase, el reportador adquiere la propiedad de los títulosvalores o títulos de crédito y en la se

gunda fase le transfiere el reportado igual cantidad de títulos de la misma especie y calidad, pagando en la primera fase el reportador el precio de los títulos y en la segunda fase al adquirirlos. El precio lo cubre el reportado al reportador. Como en todas las operaciones y contratos bursátiles, los títulos objetos del contrato deben de ser títulos fungibles o sea seriales o de mercado.

Las facilidades que proporciona este tipo de contratos en el tráfico bursátil pueden resumirse de la siguiente forma:

En cualquier momento, pueden hallarse los contratantes en una situación de falta de los medios necesarios para proseguir con la posición adoptada en una operación, ya sea ésta al alza o a la baja. En estos casos, es que recurre el inversionista a celebrar el contrato de reporto, por medio del cual puede proseguir sosteniendo la operación adoptada, pues, como bien dice Garrigues, el motivo de este contrato, es una necesidad de dinero por parte del que posee los títulos o una necesidad de títulos por parte de quien tiene dinero para adquirirlos. Consecuentemente el comprador al alza puede conseguir el dinero sin desprenderse definitivamente de los títulos, vendiendo al contado lo que acaba de comprar y con esa suma pagar al primitivo vendedor y el vendedor alcista, puede obtener los títulos comprándolos al contado y no de modo definitivo, pues los revenderá a plazos a la misma persona de quien los adquiere. Ambas partes continúan después de esas operaciones en las mismas posiciones que tenían antes de llevarlas a cabo, el comprador con los títulos de su propiedad y el vendedor con el dinero objeto del contrato. Pero entre la venta y la compra al contado y la recompra y la reventa a plazo hay un lapso, que es el que con su carác

ter de categoría económica da lugar a que nazca el report. El report es el precio, que el vendedor o el comprador tienen que pagar o recibir respectivamente, para disfrutar o conceder el disfrute del precio, por el tiempo que falta para la liquidación del negocio a plazo.

Como dije en el párrafo anterior, la causa que origina o da motivo al contrato de reporto, se sintetiza en la necesidad de liquidar otra operación a plazo, o a un deseo de continuar en la posición al alza o a la baja adoptada por cualquiera de los contratantes. Estas soluciones pueden llevarse a cabo: bien entre los mismos contratantes, prorrogando el vencimiento de la operación, de allí viene la expresión alemana "prolongationeschat" y la inglesa "continuation" que da lugar al llamado "Report Directo", caso que no se presta corrientemente, en vista que no es fácil que la parte gananciosa esté de acuerdo con la prórroga de la operación. O bien por intermedio de una tercera persona al liquidar la operación, vendiendo al comprador los títulos que acaba de adquirir para recomprárselos a plazo, lo que se llama "Reporto Indirecto", el cual es el supuesto más frecuente en este tipo de contrato.

Generalmente, en las Bolsas de Valores, se encuentra una masa de compradores alcista, en descubierto, o sea que carecen de los medios económicos necesarios para recoger los títulos que han adquirido satisfaciendo su precio y por otro lado una masa de vendedores bajistas, que no poseen los títulos necesarios para entregar y darle cumplimiento a obligaciones contraídas con anterioridad. Estas dos posiciones, se equilibran en un mercado normalizado, constituyendo las contrapartidas que deben de encontrarse frente a frente. En toda con-

tratación bursátil, se distinguen estos dos tipos de contratantes que se buscan para cumplir finalidades contrapuestas.

En el contrato de reporto indirecto, se distinguen tomando como punto de partida de una operación a término anterior, a la celebración del contrato, la posición del comprador y la posición del vendedor.

El comprador alcista, una vez que llega el vencimiento del contrato a plazo, puede hallarse en la situación que carezca del dinero necesario para pagar el precio de los títulos o defraudado en sus previsiones si los valores sobre los que ha contratado, tienen una cotización inferior al pactado, al perfeccionarse el contrato originario. En este caso, el comprador que estima que los títulos han de subir de precio, concierta con un tercero o con el mismo vendedor, la prolongación o traslado de la operación, para lo cual contrata con él un Reporto vendiéndole al contado los valores que acaba de comprar, al precio medio del día, con la obligación de volver a adquirirlos a ese mismo precio, más un premio, que representa el anticipo del precio, durante el tiempo que le falta para recuperar los títulos, cantidad que se denomina "report". Al momento de la liquidación, el comprador recuperará los títulos y el vendedor el precio, más el importe del "report"; si el curso de los títulos ha subido como se tenía la esperanza, habrá comprado unos valores a un precio inferior, al que tienen en el momento de la liquidación, realizando su utilidad con el hecho de venderlos ese mismo día. Si continuase con la esperanza de que seguirán en alza, le bastará con trasladar la operación para otra liquidación próxima, buscando su contrapartidista que juegue a la baja y así su posición puede prolongarse indefinidamente.

El vendedor que lleva a cabo operaciones a la baja, llegado el vencimiento de un contrato concertado a plazo, puede encontrarse en la situación, de no tener en cartera los títulos objeto del contrato para poder entregarlos al comprador, o que éstos se coticen a un precio superior al pactado, en el momento de perfeccionarse el contrato original. En este caso, si el vendedor considera que los títulos han de experimentar un baja, contrata con un tercero, que se encuentra deseoso de invertir al alza o con un capitalista que le preste los títulos, que es en lo que consiste el contrato de reporto, el cual se lleva a cabo de la siguiente forma: se compran al contado al precio medio del día los títulos que se han vendido y que tienen que entregarse y se revenden los mismos títulos a plazo a ese mismo precio, más un premio o prima, que representa el interés, por el anticipo concedido sobre la cantidad de títulos, desde la compra al contado hasta la liquidación de la recompra a término. Este premio es el report, el cual es percibido por el vendedor que compra al contado en la prolongación de la primera operación. Al liquidarse este segundo contrato, el vendedor percibirá el precio más el report, previa entrega de los títulos. Si en la fecha de liquidación, los títulos han bajado de cotización como había previsto el inversionista a la baja, el vendedor habrá realizado un beneficio, al entregar unos títulos a un precio superior al que tienen en el día de la liquidación. El bajista que perdura en esta posición, puede seguir doblando la operación, cuantas veces estime conveniente.

Tanto la posición del comprador como la del vendedor, el sobreprecio o report, es pagado por el que vende a plazo los títulos o percibido por el dador al contado del dinero, o sea por el comprador al con

tado en el contrato de reporto.

En ambos supuestos, el reporto nace de la existencia en el mercado de mayor demanda de dinero y una correspondiente oferta inferior de títulos. De aquí el que se le denomine al report, el arrendamiento del dinero, porque surge de la plétora de compradores sin dinero que vuelven a recomprar, en el caso del vendedor-comprador, a un precio superior al que se vendió, o a revender, si se trata del comprador-vendedor a menor precio del que pagó por su compra. En estos dos supuestos se da el disfrute de dinero a la otra parte debido a la escasez del mismo en el mercado. Ahora bien, puede ocurrir, que la ecuación normal de oferta y demanda se altere y en lugar de existir mayor abundancia de compradores sin dinero, haya abundancia de dinero y escasez de títulos. En este supuesto, el report baja de precio o incluso, cuando la escasez de títulos es grande, los poseedores de capital líquido están en disposición de pagar un report negativo, con el objeto de obtener la posesión de los títulos que necesitan.

Dada la multiplicidad de combinaciones que pueden adoptar este tipo de contratos, es difícil, dar un concepto jurídico satisfactorio del mismo. La naturaleza jurídica de este tipo de contrato ha sido muy discutida por la doctrina.

Las teorías elaboradas por los autores en cuanto a la naturaleza jurídica del contrato de reporto pueden sintetizarse de la siguiente forma:

1o) Las que la consideran como un préstamo:

a) Préstamo de dinero a interés. b) Préstamo recíproco de dinero y de títulos. c) Préstamo garantizado con prenda. d) Préstamo

garantizado con prenda irregular. En esta concepción se halla la teoría de Dexis que lo considera un préstamo de dinero sobre prenda irregular o un arrendamiento irregular de títulos. La teoría de Offner, que lo considera un préstamo de dinero sobre prenda irregular de dinero. La teoría de Adler, que lo considera un doble préstamo garantizado con prenda.

e) La teoría del Report Mohatra.

2o) Teoría que considera este tipo de contrato como una subrogación, sostenida por Thaller.

3o) La teoría que acopla el contrato de reporto, al concepto jurídico de venta; ya sea considerándolo como pacto de retroventa, doble venta independiente una de otra, o como una síntesis sui generis de una venta doble.

Las 7 primeras teorías del préstamo, no son aplicables al contrato de reporto, porque no explican, el caso en que interviene el reporto, entre comprador a descubierto y vendedor a descubierto, por medio de sus agentes mediadores respectivos, en el concierto en bolsa.

Si este contrato se cumple en la liquidación y compensación general entre agentes de Bolsa, no puede hablarse de préstamo cuando el vendedor en descubierto, no adelanta suma alguna.

Hay autores que niegan que este tipo de contrato pueda considerarse jurídicamente como un préstamo sobre títulos, porque durante el plazo que media entre las dos liquidaciones, el reportado, que es quien ha facilitado el dinero, y por tanto al que se le supondría prestamista, no es tenedor de los títulos a nombre de otro, en garantía del dinero facilitado, sino que es dueño de dichos títulos teniendo la posesión

de los mismos independientemente de todos los convenios que puedan estar pendientes de solución entre él y el reportador. Desde el primer vencimiento concurren a su favor el título de compra y la tradición de los títulos.

Thaller, para demostrarlo se expresa en los términos siguientes: "Comprando un valor, el reportista no es sólo comprador condicional, como se sentiría uno tentado a creerlo. Es propietario sin reservas. Lo que ha vendido a plazo el reportado, no es el mismo título tomado en su identidad, es un valor de la misma clase. El contrato recae sobre cosas fungibles. Podrá pues, restituir al mes siguiente otros títulos distintos de aquellos que se le han entregado. Entre tanto ha podido: 1o) disponer libremente de estos últimos; 2o) conservar el producto del cupón vencido durante el mismo intervalo; 3o) concurrir a una junta general celebrada durante este período si la operación recae sobre acciones de sociedades anónimas; 4o) adquirir sin tener que abonárselo en cuenta al reportado, la prima o premio que los sorteos hubieren atribuido a la obligación dada en report".

Ahora bien, económicamente, no puede considerarse un contrato de préstamo con garantía sobre títulos, porque tal como lo dice Thaller, al distinguir las operaciones de Banca entre las cuales se encuentran el préstamo y el de reporto, el report es una ayuda concedida por la Banca, no al comerciante en general, sino a los inversores a plazo en Bolsa. Los inversores en Bolsa prorrogan, antes de la liquidación de un contrato a plazo, la posición adoptada y pretenden que les asistan con las disponibilidades líquidas necesarias para continuar la posición al alza.

La garantía otorgada al Banco son los títulos objeto del contrato, los cuales han sido adquiridos por el Banco para ser recogidos en el primer vencimiento pudiendo venderlos a un precio superior en una fecha posterior. Estos títulos han sido contratados al cambio de la bolsa y no como en los préstamos con garantía de títulos que se valúan a un porcentaje determinado de conformidad con el cambio fijado. Por esta razón el contrato acarrea un riesgo superior. En el contrato de reporto, el precio de la operación - que se equipara al interés de la cantidad prestada - , no es determinado de un modo fijo por las partes contratantes, sino que la utilidad líquida que puede otorgar, la determina el curso de los cambios de Bolsa, los que varían según que la cotización de los títulos dados o recibidos, como consecuencia del contrato de reporto sufran alzas o bajas en su cotización.

No puede asimilarse el contrato de reporto, al contrato de "Mohatra", el que se ha concebido para encubrir la usura. Pascal, se refiere a este contrato de la siguiente manera: "El Mohatra, se lleva a cabo cuando un hombre que tiene necesidad de 20 doblones, compra a un comerciante telas por valor de 30 doblones pagaderos en un año y las revende en el mismo momento por 20 doblones al contado". Allix, observa que en el contrato de Mohatra, la mercancía comprada a crédito y vendida al contado no sale del almacén, no hay ejecución diferida en cuanto a los capitales, más que a consecuencia de la venta a crédito.

En cambio, en el contrato de reporto, la operación diferida supone un plazo, tanto en lo que concierne a la entrega de los títulos como en lo que se refiere al dinero con el que se pagará su importe. En consecuencia, entre los dos contratos existe una diferencia específica,

que impide la identificación del uno con el otro.

La Teoría de la Subrogación, supone que el reportista se subroga en los derechos del vendedor primitivo por haber él suministrado al comprador, los fondos necesarios para cubrir el importe de un contrato primitivo. El reportista tiene por consiguiente, el derecho de retener los títulos hasta que se le reembolse el dinero prestado.

Pondré un ejemplo con el cual se demuestra que esta concepción de la naturaleza jurídica del reporto no es aplicable: supóngase que, "A" tenedor de títulos, conviene en un contrato de reporto para procurarse fondos; "B" tenedor de fondos, líquidos los emplea para asegurar el reporto de los títulos de "A". En este caso no hay derechos anteriores en los cuales podría subrogarse el reportado.

Analizaré las teorías que asimilan el contrato de reporto a la compraventa.

La primera de ellas, lo considera un pacto de retroventa, es decir, a aquella compraventa que confiere al vendedor la posibilidad de recobrar el objeto que ha vendido. El reportado vendería, por tanto, al reportista, los títulos con pacto de retroventa. No habría ninguna objeción que hacer a esta teoría, si la esencia misma de la retroventa no fuese de carácter facultativo con respecto al vendedor; pero es de la esencia del contrato de reporto que el reportado, no tiene libertad de rescatar a su voluntad o de dejar de rescatar los títulos que ha vendido. Tan no goza de esa libertad que su posición es la de comprador de número igual de títulos para la liquidación que sigue a la venta,

El contrato de reporto, no puede asimilarse jurídica ni económicamente a la compraventa con pacto de retroventa. Jurídicamente,

porque el vendedor en la venta con pacto retroventa, se reserva la facultad de volver a adquirir la propiedad de la cosa objeto de la venta, en el plazo y por el precio convenido. Por el contrario, en el contrato de reporto, el vendedor se compromete a efectuar el rescate de los títulos. En la compraventa con pacto de retroventa, el rescate de la cosa objeto del contrato es sólo de cumplimiento facultativo. Bajo el punto de vista económico el carácter facultativo indicado, de quien adquiere una cosa con obligación de revenderla, no tiene la posibilidad de asegurar su utilidad con la mejora ulterior que puede tener el valor de la cosa.

La segunda teoría, es la que considera que la operación designada en términos bursátiles como Contrato de Reporto, es en realidad dos ventas ordinarias independientes una de otra. El error de esta teoría es desconocer la unidad del contrato de reporto, operación indivisible que supone, cuando menos una venta y una compra simultáneas, ligadas a plazos diversos, no pudiendo concebirse que pueda ser concertada de forma tal que una de las ventas que constituye la operación, pueda llevarse a cabo mientras que la segunda de estas ventas quede sin concertarse y ejecutarse. Allix lo resume en esta fórmula: "La mitad de un reporto hace que el reporto desaparezca".

La jurisprudencia francesa ha consagrado la opinión de la doble venta y rechaza la concepción del préstamo sobre garantía, basándose en los argumentos siguientes:

"1o) El reporto confiere al reportista la plena propiedad del título con todos los atributos que a ella están ligados. No tiene que devolver más que el título. Un acreedor con garantía, no adquiere la propiedad del objeto recibido en prenda. Toda cláusula que le atribuyera esa propiedad

sería un pacto comisorio prohibido por el art. 93 del Código de Comercio Francés.

Este primer razonamiento no podemos aplicarlo a nuestra legislación, ya que en las disposiciones relativas a la prenda, específicamente el inciso 2o. del art. 2147 C. autoriza el pacto comisorio al preceptuar: "que podrá también estipularse que el acreedor tenga la facultad de disponer de la prenda o de apropiársela, sin necesidad de recurrir a la justicia, por un precio señalado de común acuerdo con el dueño".

2o) Que si bien es cierto que hay que reconocer con los partidarios de las tesis de la garantía, que el reportista busca una colocación de su dinero y opera bajo el mismo impulso que un prestamista de capitales, ello no es de la esencia del contrato. Hay personas que toman acciones en reporto, con el objeto de participar en la próxima junta general de accionistas de una sociedad anónima, a que pertenecen las acciones, con el fin de lograr una mayoría de votos. Hay otras que toman en reporto obligaciones, con premio, a fin de aprovecharse de un próximo sorteo. En estos supuestos, que no son de excepción, la intención del préstamo hállase ausente por parte del reportista.

Por estas situaciones es más apropiado, - sostiene la jurisprudencia francesa - que para calificar de préstamo un contrato, es preciso que se encuentre la voluntad de ser prestatario en quien quiera aprovecharse de los fondos; en cambio en el reporto, lo que se persigue en el segundo ciclo o período de Bolsa, es una operación idéntica a la anterior, que consiste en una compra de títulosvalores.

Es oportuno recordar que la intermediación de un agente de bolsa, el cual se encuentra ligado por el secreto profesional, no le permi-

te descubrir quien es el contrapartidarista. Tan es así que puede ser su vendedor primitivo, con quien quede ligado en el contrato de reporto; y en este caso, no hay un verdadero movimiento de capitales.

Ahora bien, tal como hice referencia en párrafos anteriores, se puede presentar la situación inversa cuando es el vendedor el que usa el reporto. El reporto se hace consistir en este caso, en una compra al contado acompañada de una venta a plazos. En esta modalidad, también la doctrina se divide en cuanto a la naturaleza jurídica del contrato considerándolo unos préstamos de cosas fungibles con interés, mediante prenda o garantía en dinero y otros una doble-venta.

"En realidad, dice Thaller", ni la tesis del préstamo sobre prenda, ni la doble-venta dan plena y entera satisfacción. La adquisición por parte del reportista del título no se concilia exactamente con el derecho de prenda. De otra parte, el comprador no busca la cosa a título definitivo, por lo que choca calificar de compra una operación en la cual los títulos objeto del contrato se revenden instantáneamente a la misma persona que era su dueño".

La verdadera solución es la de considerar el contrato de reporto, como una clase aparte en el conjunto de contratos mercantiles, tal como lo considera la legislación italiana, la cual funda la legitimidad del mismo en los usos normativos bursátiles, y determina sus efectos según los resultados que la bolsa le atribuye.

Jurídicamente, no puede incluirse el contrato de reporto en ninguna de las categorías de contratos a que se ha hecho referencia, en vista que ninguna de ellas satisface, ya que en una o en otra forma, desconocen las partes esenciales del contrato y desnaturalizan el papel

que juega el contrato de reporto en las negociaciones bursátiles. En consecuencia, la naturaleza jurídica del reporto y el concepto del mismo, deben de encontrarse en las actividades jurídicas que desempeñan los otorgantes, es decir, que debe de considerarse como un contrato típico bursátil, dotado de propiedades específicas. Es un contrato sui generis que se caracteriza por la reunión específica de los elementos de que se compone.

Siguiendo esta concepción, Cosack se refiere al contrato de reporto, en los términos siguientes: "En las operaciones de prolongación de reporto, uno de los otorgantes vende "hereingeber" - determinados valores para ser entregados el próximo último de mes y pone al mismo tiempo como condición a la otra parte "hereinneher" - la devolverle a vender valores de igual clase y cantidad al último del mes subsiguiente. La primera de las operaciones o sea la que hay que realizar el último de mes, tiene por base la cotización de liquidación de este último; este mismo precio se fija simultáneamente también para la segunda operación de compraventa a realizarse el último del mes subsiguiente, pero aumentada o disminuida en un tipo fijo. Si el segundo precio de compra es mayor que el primero, entonces se llama "reporto", a la diferencia; en el caso opuesto, recibe el nombre de "deport". Esta operación se utiliza, como su nombre lo indica, con suma frecuencia por los inversores a plazo para prolongar hasta el último del mes subsiguiente, una inversión al alza o a la baja que le ha sido desfavorable en el plazo de cumplimiento previsto y precisamente se presenta en esta operación de prolongación, el inversor al alza como "hereingeber" y el inversor a la baja como "hereinneher".

En cuanto a las causas que motivan el contrato de Reporto, Víctor Brand se expresa de la siguiente manera: "Los reports y deports, son operaciones frecuentes en bolsa. Tienen por objeto procurar a los inversores el dinero o los títulos que les faltan. Cuando un inversor ha emprendido una operación que no responde en principio a sus cálculos y persiste, a pesar de esto, en sus predicciones y desea retardar la época de la liquidación guardando su posición ya sea en inversión al alza o a la baja, debe, sin embargo, satisfacer sus compromisos y buscar el modo de salir de esa dificultad, sobre todo si no tiene en su poder el dinero o los títulos exigidos. ¿Cómo se arreglará para esto? Pondrá los títulos en prenda; tomará los títulos prestados a un capitalista, con la obligación de reembolsarlos en la siguiente liquidación. Hace a la vez una venta al contado, acompañada de rescate a plazo, y en realidad un empréstito sobre depósito de títulos: esto es lo que se llama reporto. De una manera general, pues, el contrato de doble, es el préstamo sobre el depósito de títulos con el fin de hacer negociaciones en Bolsa; por extensión se emplea este nombre para todo anticipo sobre títulos. En la operación inversa, se toma prestado un título a un capitalista, es decir, se lo comprará al contado y lo venderá a plazo-deporto".

Gay de Montellá define el contrato de doble o reporto de la manera siguiente: "El reporto o doble es un contrato sui generis que resulta de dos compraventas, una al contado y otra a plazo, consecuencia una de la otra; el reportado entregado al reportante los títulos que le ha vendido al contado, los cuales pasan a propiedad del último, quien, inmediatamente, se los revende a plazo. Pero este segundo contrato, si

bien puede considerarse como completamente separado del primero, no es más que su legítima consecuencia, resultando que ambos constituyen un todo orgánico que toma el nombre de contrato de reporto".

Garrigues en cambio dice: "El contrato de doble no es propiamente ni una compra ni un préstamo, aunque se aproxime más a éste. Es un contrato de naturaleza especial, adecuado a las necesidades del tráfico bursátil y que adopta la vestidura jurídica de la venta para servir finalidades económicas distintas de ella. El motivo del negocio es: o una necesidad de dinero por parte del que posee los títulos o una necesidad de títulos por parte de quien tiene dinero para adquirirlos. Este interés contrapuesto se satisface entregando aquella persona a ésta, cierta cantidad de títulos fungibles mediante el pago de un precio y pactando al propio tiempo que en una fecha determinada, el accipiens tiene que restituir al tradens una cantidad igual de títulos de la misma especie, a cambio de un precio de antemano fijado".

Ruiz y Ruiz, en su obra "La Compraventa de Valores Mobiliarios", al hacer el análisis de la naturaleza del contrato de doble dice: "La tradición real de los títulos dados en doble es necesaria para la validez del contrato. Su propiedad se transfiere al portador, quien queda obligado a devolver otros de la misma especie, excepto cuando se haya hecho constar en las pólizas que la propiedad de los mismos títulos, cuya enumeración se expresa, sigue siendo del vendedor-comprador al plazo fijado. De la precedente definición podría deducirse que este contrato es una combinación de un negocio de compra con otro de venta, es decir, de la simple yuxtaposición de dos contratos de compraventa, uno al contado y otro a plazo generalmente realizado por las mismas perso-

nas. El nombre de doble alude a la existencia de un contrato doble, y a la doble posición jurídica de cada uno de los contratantes. Entendamos, por ello, que la palabra doble expresa muy bien el contenido del contrato".

Vi dari dice: "Que la palabra riporto, significa continuar, prolongar, diferir una cosa por el tiempo por venir, porque la nota característica, como la de todos los contratos a plazo, a cuya clase pertenece el que se trata, es precisamente que su ejecución se prolonga".

En consecuencia, debe de concluirse que la doctrina dominante llega a la conclusión que el contrato de reporto, es un negocio de naturaleza especial, que se adecúa a las necesidades del tráfico bursátil. "Jurídicamente", dice Mesineo, "el reporto puede concebirse como contrato inmediatamente traslativo de los títulos de determinada especie y por un precio dado, al cual se acompaña simultáneamente la asunción de la obligación de devolver al vencimiento, otros tantos títulos de la misma especie, contra reembolso del precio. Al vencimiento de la negociación, cada una de las partes recobra lo que ha dado: el precio o los títulos; pero mientras tanto, cada parte ha podido servirse respectivamente de unos y de otros porque de ambas cosas se había adquirido la propiedad ad tempus".

De todo lo anteriormente dicho podemos deducir que la naturaleza jurídica del contrato de reporto es la de un contrato único, fundado en los elementos económicos del mismo, no debiendo tomarse en consideración la exterioridad representativa del acto, ni la forma que éste adopte. Debe de partirse de la base de su contenido; de su naturaleza; de la calidad y de la necesidad que mueve a las partes a contratar, lo

que necesariamente hace que se pronuncie la doctrina por la unidad del contrato, porque en esta unidad tienen las partes el interés que merece ser tutelado, el cual reside en el vínculo económico contraído por el contrato.

Pondré un ejemplo de este tipo de contrato:

Supóngase que "X" es un inversor a la baja, y que ha vendido a "Y", a un plazo determinado, 100 títulos, a razón de ₡50.00 cada título. Llegado el día de la liquidación del contrato, los títulos en referencia tienen una cotización, de ₡100.00 cada uno. En estas circunstancias, X deberá de adquirir los títulos vendidos a Y a razón de ₡100.00 cada uno y entregárselos a Y por el precio convenido de ₡50.00 cada uno; en consecuencia, experimentará una pérdida de ₡50.00 por cada título. Pérdida que representa la diferencia del valor de los títulos entre la venta primitiva y la compra ulterior.

X continúa creyendo, que habrá una baja en los cambios de los títulos objeto del contrato, la cual sobrevendrá en un plazo no lejano. Tiene en consecuencia el contrato de reporto, por medio del cual puede cubrirse de la pérdida sufrida operando de la siguiente manera: X conviene en un contrato de reporto con una tercera persona "Z" de quien adquiere al contado para entregárselos a "Y" y por el precio de ₡100.00 cada uno los 100 títulos que necesita, revendiéndoselos a Z a ₡101.00 cada uno para una fecha próxima, Una vez que se encuentra en posesión de los títulos indicados, "X" se los entrega a "Y" cumpliendo con la obligación adquirida en el contrato primitivo, quedando únicamente en situación de vendedor con respecto a Z hasta la fecha convenida con éste en el nuevo contrato. Llegada dicha fecha si los cálculos de X se rea

lizan, y efectivamente la cotización de los títulos ha descendido a \$50.00 cada uno, la pérdida anteriormente experimentada, queda cubierta, puesto que puede adquirir en bolsa a ese cambio, los títulos negociados y entregárselos a Z, e incluso, puede obtener un beneficio, en caso que el curso llegue a ser inferior a la suma de \$50.00 por cada uno de los títulos.

Ahora bien, como dije anteriormente, las aplicaciones del contrato de reporto, y su utilidad, pueden ser innumerables. Por ejemplo el contrato a que me refiero puede ser utilizado por el inversionista que desea colocar por un período corto su capital líquido. En consecuencia encuentra beneficioso comprar al contado y revenderlos a plazo los títulos que ha materializado su inversión, con una prima ordinariamente superior, al interés que podría obtener colocándolos en una cuenta de depósito a plazo fijo.

Debe de aclararse también, que el contrato de reporto es esencialmente un contrato a término y no como lo pretenden algunos autores, mixto de al contado y a término. Es cierto que una de las negociaciones que lo compone hay veces que se ejecuta al contado, pero el contrato en su totalidad, únicamente puede ejecutarse entre dos plazos.

Ahora bien, un caso curioso, es que la práctica bancaria mexicana, ha extendido este tipo de contrato, para cubrir las operaciones de préstamo con garantía prendaria, operando en esta forma los bancos, en vez de celebrar un contrato de préstamo con garantía de títulos, prefieren reportarlos, y así, si el reportado no cubre al vencimiento el valor fijado en los títulos, quedan éstos de propiedad del banco.

g) Contratos en descubierto:

Por medio de este tipo de contrato, una persona vende a otra, títulos los cuales no tiene en cartera, con la intención de adquirirlos, a un precio más bajo, antes del vencimiento del plazo fijado, con el objeto de obtener una utilidad en la diferencia de cambios. Este tipo de operación, tiene las características de un contrato a plazo o más bien dicho a término.

En los contratos que se celebran al contado, el vendedor necesita tener en cartera los títulos sobre los que recae el contrato y el comprador tener a su disposición el precio. Ahora bien, en el mercado a plazo, aquellos que tienen efectivamente los títulos en cartera constituyen un porcentaje mínimo de los que operan en Bolsa a plazo entre el grupo que opera al alza.

Asimismo, la mayoría de los compradores de títulos no tienen en su poder, más que una fracción de la suma de capital líquido necesario para cubrir el valor de los títulos que adquieren.

Por otra parte, si la contrapartida de los compradores es descubierto, fuera exclusivamente vendedores que tuvieran en cartera los títulos objeto de negociación, el volumen de demanda sería desproporcionado, en relación con el volumen de la oferta, lo que traería como consecuencia lógica la ruptura del equilibrio necesario entre la oferta y la demanda.

Para mantener este equilibrio indispensable en el mercado bursátil, es preciso, que frente a los compradores que no tengan dinero con que pagar, existan vendedores que no tengan títulos que vender.

No obstante que este tipo de contratación ha sido objeto de severas críticas, por varios autores, de los distintos países, debe de re

conocerse, que las acciones que ejerce este tipo de contrato, sobre el mercado bursátil son útiles, porque sirven para frenar el alza en un período de potencia especulativa y al mismo tiempo para frenar la baja en períodos de crisis o de pánico bursátil.

Este hecho ha sido puesto de manifiesto por el Presidente de la New York Stock Exchange, en el discurso pronunciado en enero de 1930, cuando pretendía hacer el análisis de las causas que originaron la crisis bursátil, que sobrevino en el mercado financiero norteamericano en el año de 1929. El señor Simons, Presidente de la Bolsa de Nueva York, se expresaba de la siguiente manera: "Después de cada pánico, los que han sufrido las pérdidas, buscan atribuírselo a algo o a alguien. En tales momentos, el vendedor en descubierto es vivamente atacado, por el hecho de haber realizado beneficios mientras que la mayor parte de los poseedores de títulos han sufrido reveses. La venta en descubierto es así constantemente invocada y de otra parte grandemente exagerada; toda baja en los cambios es inmediatamente atribuida de la manera más categórica e inflexible a un Rey de los Bears (debe de aclararse que en el mercado bursátil norteamericano las posiciones al alza se denominan como bull market y las posiciones a la baja se llaman bear market).

El último pánico, no constituye excepción a esta regla. Sinceramente, ciertas personalidades, reflejando el sentimiento público, han reprochado vivamente a la Bolsa de Valores de Nueva York, el no haber prohibido temporal o definitivamente las ventas en descubierto. Es muy difícil poder determinar, cuál sea, en un momento dado, la importancia exacta de la posición vendedora en descubierto; pero, por for

tuna en uno de los períodos de la última crisis, la Bolsa de Valores, por medio de un cuestionario especialmente dirigido a sus miembros, se procuró de referencias estadísticas sobre el volumen de ventas hechas en descubierto. El monto total de esta posición vendedora en descubierto, al final de uno de los días más sombríos del pánico, reveló que era extraordinariamente reducida la nota que no representaba más que el 17% del total de las acciones admitidas a cotización sobre las cuales se habían negociado. Este hecho parece ser respuesta concluyente al alegato a menudo reproducido, según el cual la baja reciente de los títulos es imputable a los vendedores en descubierto y a maniobras de los bajistas.

Muchas de las personas que estigmatizan la venta en descubierto se limitan a considerar el efecto deprimente que suponen que ejercen sobre el mercado, el vendedor en descubierto. Ignoran completamente el hecho de que un vendedor en descubierto, en cuanto ha vendido, se encuentra constituido, por fuerza de las circunstancias, en comprador en potencia, para un porvenir más o menos próximo.

Desde el momento que el vendedor en descubierto debe de recomprar en un momento dado, se convierte, en ocasiones de ruinas financiera, en la espina dorsal del mercado. Cuando los cambios bajan fuertemente, muchos inversionistas esperan el fin de la baja, otros difieren sus compras, sea porque se encuentran ellos mismos afectados por la baja, sea porque temen verla acentuarse todavía más: son entonces los vendedores en descubierto quienes se convierten en compradores.

Varios economistas estiman que una de las razones por las

cuales la caída de los precios el año pasado ha sido severa, reside precisamente en la ausencia de operaciones en descubierto adecuadas que hubieran podido absorber la inundación de las liquidaciones. Observan, que estos últimos años, nuestra gran prosperidad económica ha suscitado muchas inversiones al alza, pero ninguna a la baja. El alza considerable y continúa que se ha manifestado durante años en los cambios de los valores, ha tenido por resultado infringir severos y repetidos castigos a los raros operadores que habían tenido la temeridad de vender en descubierto. Es así, como finalmente sucedió en el curso del verano último, en que el freno normal del descubierto dejó de funcionar y que una inflación se produjo en los cambios de los valores.

Además, la Bolsa de Valores de Nueva York, no se preocupa realmente de defender la venta en descubierto operada en ella, sino es para procurar más orden y más estabilidad en las negociaciones. La experiencia de todas las Bolsas importantes del mundo ha determinado el hecho que el vendedor en descubierto es indispensable en un mercado financiero; he aquí porque la Bolsa de Valores de Nueva York no tiene en modo alguno la intención de prohibir o interferir artificialmente en los contratos en descubierto".

Deseo aclarar que los estudios que se han hecho recientemente para determinar las alteraciones bruscas que se han presentado en las cotizaciones de los valores mobiliarios en las Bolsas, en las cuales se prohibió temporalmente este tipo de contratos, han demostrado tal como se ha sostenido por los autores, que las oscilaciones no han sido producidas por los contratos a plazo en descubierto, y se han atribuido frecuentemente a la prohibición de concertar este tipo de con-

tratos.

Creo oportuno reiterar lo que expresé al tratar en el epígrafe de Cómo se fijan los precios en el tráfico bursátil, que las leyes de la oferta y la demanda son las que determinan el alza y la baja de los valores mobiliarios, de la misma manera que influyen sobre el precio de las otras mercancías.

El mercado bursátil está sometido, no obstante, a influencias complejas y variadas, cuyos fundamentos son difícilmente previstos por las personas que desconocen los fenómenos económicos y financieros. Estas influencias pueden ser de orden económico, político, financiero o netamente bursátil. Pueden señalarse como influencias de este tipo, el aumento o disminución de las exportaciones, la situación de la balanza comercial y de la balanza de pagos, la elevación o disminución de la circulación fiduciaria, la acumulación de stocks, la baja o el alza en el precio de la mano de obra, la imposición de cargas fiscales desmesuradas, una política fiscal errónea por parte de las autoridades fiscales que frenen el desenvolvimiento económico y financiero de un país. Todas estas y otras más, son las causas que determinan precisamente el alza o la baja o sea el movimiento de los mercados bursátiles, lo mismo que el movimiento de la economía general y el curso sobre las mercancías.

En la Bolsa de Valores de Nueva York, en el año de 1962, se realizaron contratos en descubierto que representaban 6.8 millones de acciones. No obstante, el porcentaje que existe de contratos al descubierto, en las negociaciones de Bolsa, es reducido. Así por ejemplo tenemos que en la Bolsa de Valores de Nueva York, en el año de 1961 de

un total de 1.064 millones de acciones que se transfirieron a través de la misma, 44 millones representaban ventas al descubierto o sea el 4% del total de las operaciones.

Los contratos en descubierto pueden adoptar las modalidades siguientes:

1o) La compraventa de títulosvalores o títulos de crédito, en la cual, el que se obliga a la entrega de los mismos no posee, los títulos en el momento de concertar el contrato, debiendo de adquirirlos para la época de ejecución de las prestaciones, o aquellas, en la cual al momento de concertarse la operación no tiene el vendedor los títulos, pero al efectuarse el contrato de compraventa de títulosvalores o de títulos de crédito, el obligado a la entrega de los mismos, lo hace por medio de títulos que le han prestado, es decir, que no son de propiedad de quien hace la entrega de los mismos. En este caso, la persona que cumple sus obligaciones, entregando títulos prestados, debe de devolver a quien se los prestó, títulos que sean de la misma especie y calidad, lo mismo que los derechos derivados de los títulos objeto del préstamo, o sea los que han adquirido esos títulos durante el tiempo que estuvieron en poder del prestatario, tales como dividendos, derechos de suscripción, etc.

2o) Puede darse el caso, que en una venta en descubierto, el vendedor sea propietario de los títulos objeto del contrato, teniéndolos en cartera, pero que no le convenga a sus intereses desprenderse de ellos, haciendo la entrega de los mismos, al contado o al término, fijado para la entrega en el contrato, sino que prefiera prestar esos títulos o adquirir otros, porque el valor de los títulos haya disminuido

en el mercado. Este tipo de contratos es conocido en la técnica bursátil, como "Ventas Contra la Caja". Al adoptar esta modalidad se permite al vendedor, en este caso al poseedor de los títulosvalores o títulos de crédito, soslayar los impuestos sobre capital líquido, en una época determinada y en especial en aquellas legislaciones en las que está regulada la ganancia de capital en las transacciones sobre títulosvalores, ya que el impuesto a pagar es inferior según sea mayor el tiempo que se posee el bien gravado por el impuesto.

Los préstamos de títulos en esta clase de contrato, pueden de vengar intereses, a una tasa determinada o pagar un premio o prima por la utilización de los títulos durante la época que se dan al prestatario.

h) Contrato de Deport o Deporto:

Este tipo de contrato es la contra partida del contrato a que hice referencia anteriormente denominado de Doble, Report o Reporto. En definitiva se trata de un contrato de doble. El contrato de doble como vimos al tratar este tipo de contrato, se reduce a la prolongación de las posiciones adoptadas por el inversionista. El comprador o el vendedor de títulos a un plazo determinado, llegado dicho plazo no desea deshacerse de la posición que ha adquirido y trata de encontrar la manera de retardar el cumplimiento del contrato, de doblar el vencimiento del mismo, de remitirlo - reportarlo - a un plazo más prolongado. Para poder llevar a cabo la prolongación del vencimiento del contrato, unas veces se encuentra falta de dinero líquido - report - y otra de los títulos objeto del contrato que es el caso del deport o deporto. Si es el comprador quien opera al alza, entonces nos encontramos

en presencia del report. Si es el vendedor que opera a la baja, se es
tá en presencia del contrato de deport o deporto.

El inversor que en la época señalada por la ejecución de un contrato bursátil se encuentra en la necesidad de comprar los títulos objeto del contrato pero no desea deshacerse de la posición adoptada en la operación bursátil, lo que equivale a retirar los títulos del Departamento o Cámara de Liquidaciones, requiere que otro lo haga por él, manteniéndolo en la misma situación en que se encontraba y prolongando en consecuencia la ejecución del primitivo contrato.

Si X comprador a plazo de 25 títulos, al precio de ₡500.00, los cuales deberá de entregarle el vendedor en la época fijada en la ne
gociación, desea prolongar su posición de comprador por un plazo más largo que el convenido con el vendedor, necesita acudir a un tercero - el prestamista - dador del dinero, que cubra el precio de los títulos, en vista de que los títulos que ha adquirido X necesariamente deben de pagarse al vendedor. El tercero - el prestamista - no le entregará el valor de los títulos a X para que éste cancele el precio al vendedor, si
no que el tercero adquiere los títulos satisfaciendo su precio y conser
vándolos hasta la fecha pactada con X, en la cual éste está obligado a adquirirlos, pagando el valor de los mismos al tercero, más un recar
go, el que corresponde al precio o interés del dinero prestado. El con
trato celebrado entre X y el prestamista, se cubre de una manera espe
cial, en virtud del cual X aparece vendiendo al contado y comprando a plazo los títulos. Este contrato es el que es denominado en técnica bur
sátil Reporto o Report. Quien tiene a fin de mes una posición de venta
de títulos y no quiere deshacerse de ella, ni entregar los títulos, en es

pera que se produzca una baja, precisa de una persona que lo haga por él, manteniéndole en la misma situación hasta un plazo determinado.

Suponiendo que A, vendedor de 25 títulos, para ser entregados a fin de mes desea prolongar su posición hasta el fin del próximo, procede de la manera siguiente: como los 25 títulos hay que entregarlos al comprador en la fecha de liquidación fijada, surge un tercero que da los títulos para ser entregados al comprador, garantizándose la devolución de los mismos, suscribiendo un contrato en virtud del cual aparece vendiéndoselos a "A" al contado y comprándoselos al mismo a plazo, a precio más bajo. Esta operación es esencialmente distinta del contrato de doble o reporto y no es tampoco una operación inversa. Se diferencian en que en la primera, la causa se origina de la necesidad de dinero; mientras que en el segundo, lo que se precisa son los títulos. En la primera los títulos se desplazan a poder del prestamista y en el segundo se desplazan de su poder. El contrato con que se cubre la garantía del desplazamiento - venta al contado y compra a plazo - da la impresión de que se vende al contado a un precio mayor que en el acto se compra a plazo. Esto es así, porque lo que en realidad ocurre como dice Courtois, es "que el Deport, en parte es compensación por la utilización o sea el uso de los títulos, y en parte, precio por servicios prestados". Por eso en la Bolsa francesa se dice que el Deport es el "loyer du titre", que significa el precio del alquiler por los títulos objeto del contrato.

El Contrato de Deport, es de uso corriente en aquellos casos en que se desea obtener un número determinado de acciones para asistir a una asamblea general de accionistas, en la que se pretende obtener una mayoría de votos. Por medio de este sistema, se logra obte-

ner en el momento preciso las acciones necesarias, pues para ello basta con acudir a la Bolsa y concertar un contrato de Deport en aquellos casos en que las acciones se hayan emitido al portador. La práctica demuestra la coincidencia de la baja del valor o precio del deport con las juntas de accionistas de las grandes sociedades anónimas del mundo financiero.

Así como se hizo referencia, que el "report" es el precio que el vendedor o comprador deben de pagar o recibir, respectivamente, por el disfrute o por conceder el disfrute del dinero por el lapso que falta para la liquidación de este tipo de contrato, el "deport", es considerado como el precio o prima que se obtiene por la concesión de la posesión de los títulos durante el tiempo que media hasta la liquidación, lo que equivale a decir, que el report es lo que se ha llamado el alquiler del dinero y el deport el alquiler de los títulos como los denomina Courtois.

Las diferencias entre ambas posiciones se encuentra en que en el report, el precio de la venta es superior que el de la compra al contado, mientras que en el deport, es mayor el precio de al contado que el de a plazo.

En resumen puede decirse, que el "report" surge en la Bolsa de Valores, de la gran cantidad de compradores en descubierto o sea sin capital líquido y el Deporto de la mayor abundancia de vendedores en descubierto, es decir sin títulos, o sea, que si hay escasez de dinero surge el reporto o precio del alquiler del mismo y si se presenta una escasez de títulos surge el deporto o precio del alquiler de los títulos, o el reporto es el predominio de la oferta de títulos a cambio de

capital líquido y el deporte es el predominio de la oferta de capital líquido a cambio de títulos al contado.

En consecuencia, tal como ocurre en el reporto, también en el deporte se distinguen las dos posiciones del comprador que paga la prima o Deporto por la adquisición de los títulos y la del vendedor que lo percibe, por el préstamo que concede de dichos títulos.

i) Contratos de doble en Alza o en Baja:

Por medio de este tipo de contrato, se concede la facultad, ya sea al comprador o al vendedor, según el caso, de pedir o entregar, según le convenga, una cantidad superior de títulos de la que primitivamente se pactó en el contrato.

En la doble al alza, el vendedor se compromete a que si el comprador se lo exige, entregará en el día señalado para la ejecución del contrato, mayor cantidad de los títulos convenidos al cambio concertado, o sea al precio convenido en la época en que se concertó la convención.

En la doble a la baja, el comprador se obliga, a adquirir una cantidad mayor de títulos que la convenida, si al vendedor le conviene efectuar una venta de títulos superior a la pactada, exigiéndole al comprador la adquisición de los mismos al precio convenido.

En el primer caso expuesto, el comprador pedirá doble y en el segundo el vendedor enviará doble, tal como se expresa en técnica y en lenguaje bursátil. En ambos casos, la posición de los inversores es similar, pero obrando en sentido contrario, uno al alza y el otro a la baja.

Este tipo de contratos, es considerado por varios autores, co

mo una modalidad, de los contratos condicionales o a prima que como dije al referirme a este tipo de contrato, consisten en compras firmes a plazo, con la facultad de comprar al vencimiento el doble número de títulos o ventas firmes a plazo con la facultad de vender al vencimiento el doble número de títulos, en ambos casos, por el mismo precio concertado. Puede ubicarse, dentro de las que se denominaron en la clasificación de los contratos condicionales o con prima, en aquellas primas que afectan al objeto del contrato, tales como: el "Call of More" o "Put of More" de los ingleses, el "Nochgeschäfte" de los alemanes, o el contrato a premio "Il Noch" de los italianos.

Este tipo de contrato, como dice Conrad Cosack, consiste en un contrato ampliable o con opción, el que se contrata en firme, por medio de un contrato a plazo, sobre una cantidad determinada de títulos, a un precio determinado, reservándose el comprador o el vendedor, según el caso, el derecho de opción, o sea la facultad de elevar la cantidad de los valores contratados hasta un importe determinado, por ejemplo 3, 4, ó 5 veces más.

Este tipo de contrato denominado en el derecho inglés "Call of More", es descrito en el "CORDINGLEY'S GUIDE TO THE STOCK EXCHANGE", como un contrato de práctica frecuente en la Bolsa de Londres, el que consiste en el derecho de adquirir una determinada cantidad de títulos, a un precio fijo en cierto día, con la facultad de poder aumentar el número de títulos al mismo precio. Este tipo de contratos es concertado por el inversor, que prevee que un título determinado puede subir de precio, antes de la fecha de liquidación del contrato, pero no desea comprometer su crédito más allá de un límite prefijado. En

este caso, compra una determinada cantidad de títulos a un precio fijo, con la facultad de doblar la cantidad si le pareciere conveniente. Si sube o baja la cotización debe necesariamente de quedarse con la cantidad inicialmente adquirida; si la cotización sube por encima del precio fijado, puede ejercer su derecho y exigir, "call", otra cantidad idéntica. En el caso que la cotización descienda, sólo se hace cargo de los títulos comprados en firme, abonando, la opción que le permite adquirir doble cantidad de títulos. El "put of More" es la misma operación únicamente que considerada a la inversa, consistiendo en la facultad de vender "to put" una cantidad determinada de títulos, con la facultad de doblar la cantidad vendida. Este tipo de operación es concertada por aquellas personas que esperan un descenso en la cotización.

La ventaja compensadora del riesgo que corre, el vendedor de esta facultad, al verse obligado a entregar a voluntad del comprador el doble de títulos, la constituye la diferencia de cotización que existe entre el precio de contado y el precio que se estipule para la venta, en este tipo especial de contrato. Las diferencias de cotización entre el precio al contado y a plazo o de la facultad, varían con el tiempo. La diferencia entre las dos cotizaciones es mayor o menor, según que el contrato se haya concertado a un plazo próximo o lejano, el cual expone por consiguiente al vendedor, en relación con el tiempo, a riesgos más o menos mayores.

En cuanto a la naturaleza jurídica de este tipo de contrato pueden hacerse las consideraciones siguientes :

El contrato de opción en alza, es un contrato único, en vista de: 1o) la identidad de las personas que intervienen como partes que e

miten su voluntad y a la vez como agentes intermediarios cuya función consiste en hacer suyas las manifestaciones de voluntad de los dadores de las órdenes, formándose por medio de ellos el concierto de voluntades que le dan nacimiento a la convención; 2o) la unidad jurídica de la calidad con la que interviene cada uno de los contratantes - uno como comprador y otro como vendedor -; 3o) la fecha fijada para la liquidación de la operación integralmente; 4o) la determinación por las partes de un precio único que cubre globalmente toda la operación; 5o) la unidad del acto y del documento en el que se consigna.

Todos los elementos indicados ponen de relieve la unidad del contrato, independientemente del contenido del mismo - el cual está formado por un complejo de derechos y obligaciones.

La unidad del contrato, no acarrea como consecuencia la dependencia integral de todas las prestaciones que se origina con ocasión del mismo. Estas se encuentran sustancialmente fijadas entre sí, por la reciprocidad correspondiente de ellas, pero son integralmente extrañas entre sí. La conexión jurídica de las prestaciones, forma un grupo diferente al de aquella que le son correlativos y cada uno de estos grupos tiene la característica de un distinto negocio típico, especialmente regulado por la costumbre y los usos bursátiles, los cuales son las normas que le dan origen y reconocimiento específico.

Uno de los contratantes, el que da la opción, se obliga a entregar en una época determinada un número determinado de títulos, los cuales son vendidos en firme. Correlativamente a la obligación del dador de la opción, está la obligación de entregar el precio a cargo del otro contratante o sea el tomador de la opción. Estas son prestaciones

recíprocas, que demarcan un contrato típico de compraventa de títulosvalores o títulos de crédito a plazo y en firme a la vez. Por otra parte, se halla la obligación de celebrar un contrato de compraventa al contado, en la fecha señalada para la ejecución de la primitiva compraventa en firme. La obligación de concertar este nuevo contrato es tá subordinada a la concurrencia de un acontecimiento futuro e incier to que consiste en que el tomador de la opción, comunique el día fijado para ello, que hará uso de la misma y exija al dador de la opción la conclusión de la compraventa prometida. Estos elementos perfilan un precontrato de oferta vinculante a plazo, calificada por la doctrina mer cantil, como una concesión de opción o contrato de promesa unilateral de venta.

Las prestaciones que se consignan, a cargo del otro contratan te, o sea el tomador de la opción, consisten en la obligación única de pagar un precio determinado, el cual ha sido fijado de antemano en el contrato primitivo. Este precio, si bien es único, es superior en cuantía, al que en el mercado alcanzan los títulos de igual clase, concerta dos en firme y por el mismo plazo. El precio superior, en este tipo de contrato, lo constituye el precio corriente de los contratos en firme, adicionado por la diferencia o sobreprecio que cubre la retribución de la otra prestación del dador de la opción, que consiste en una oferta vinculante o promesa unilateral de venta.

Dos son los contratos típicos alrededor de los cuales se desen vuelven las prestaciones originadas por la opción al alza; contratos que absorben todas las prestaciones a que se comprometen las partes, los cuales son: a) una compraventa a plazo, en firme de títulos por el pre-

cio corriente determinado para las operaciones de esta naturaleza, que es incondicionada, cuya consumación se aplaza, hasta la fecha señalada para la liquidación, en la cual se hará la entrega del precio y de las cosas vendidas y, b) una promesa unilateral de venta u oferta vinculante por un período determinado, la que se retribuye con un precio superior sobre aquellos señalados para las ventas en firme, el que se fija en el contrato. La promesa que se reduce a la conclusión de una compraventa, que tenga los mismos elementos objetivos, el precio y el número de títulos estipulados en la compraventa en firme, - pero sometida a condición, y ha de celebrarse al contado con inmediata consumación si el tomador, comunica en el día que se ha fijado en el contrato para su contestación - en esto es en lo que consiste el contenido de la promesa, su decisión de exigir la venta de los títulos objeto de la opción que se le ha conferido.

Es principio universalmente reconocido, que cuando los elementos esenciales de hecho de un negocio jurídico, están regulados en todo o en parte por disposiciones relativas a diversas especies típicas de contratos, como es el caso del contrato que me ocupa, el contrato unitario o único de que aquellos forman parte, constituye, lo que la doctrina mercantil califica de una especie de contrato mixto.

El contrato mixto es una especie intermedia entre el contrato puramente típico - en este caso la compraventa - el cual es regulado en sus pormenores por una norma de derecho y en aquellos contratos típicos que no encuentran regulación en las normas, sino en las cláusulas y condiciones que estipulan los contratantes, bajo los principios de la autonomía de la libertad de contratación, que son reconocidos por el

derecho constitucional, sin más limitaciones que las de no oponerse a la ley, a la moral o al orden público.

Dentro de este tipo de contratos mixtos, se encuentran los contratos combinados, por medio de los cuales, uno de los contratantes, como en el contrato de opción al alza, se obliga a varias prestaciones principales, que corresponden a las obligaciones típicas de diversos tipos de contratos, en cambio, el otro contratante se obliga a una contraprestación única. Los contratos combinados, se encuentran integrados por dos tipos de contratos típicos, aglutinados en forma tal que únicamente pueden distinguirse por las obligaciones contraídas, por uno de los contratantes y no en la prestación única y homogénea que corresponde al otro obligado. En el contrato combinado es decisivo el tipo correlativo de contrato a que corresponde cada prestación principal a que están obligados los contratantes. En consecuencia en la opción al alza, la entrega de títulos vendidos en firme y a plazo, se le aplican las disposiciones que rigen a este tipo de contrato, asimismo las normas que regulan la oferta vinculante: promesa unilateral de venta, le serán aplicables, a la concesión de la facultad de pedir al dador de la opción, la venta de mayor número de títulos; por consiguiente sujetándose a las disposiciones respectivas que regulan cada tipo de obligaciones, deben de someterse, las causas de extinción o de subsistencia de cada una de las prestaciones correlativas.

De lo anteriormente expuesto se concluye que deben de examinarse las prestaciones que integran la oferta vinculante o promesa de venta, con independencia de las prestaciones que originan la venta en firme a plazo, en vista que los supuestos de hecho que se presentan y

afectan a una y a otra, son diferentes y hasta contradictorios, pues frente a una compraventa incondicional y a plazo, se halla una venta condicional y al contado, como es la compraventa a que da origen la promesa unilateral de venta u oferta vinculante.

En vista de lo dicho anteriormente que los contratos de doble en alza y en baja, son una mezcla de una compraventa a plazo y en firme, y de una opción, creo oportuno tratar del contrato de opción, y al mismo tiempo, en razón de que he calificado el contrato anteriormente relacionado, como uno de los contratos condicionales o con prima, hacer las diferencias entre la opción propiamente dicha, y este tipo de contrato.

j) Contratos de Opción:

La promesa unilateral de venta, u oferta vinculante de venta dada por un plazo y retribuida, constituye una especie de precontrato o contrato preparatorio, es decir, "un pactum de contrahendo".

En este tipo de contrato, el promitente se obliga a celebrar un contrato de compraventa, cuyos elementos - el precio, y la cosa, o sea la unidad de contratación de títulosvalores -, se determinan al celebrarse la oferta vinculante, si el otro contratante, el tomador de la opción, exige la conclusión o celebración del contrato de compraventa prometido. El receptor de la promesa, se obliga a pagar una retribución o precio en dinero, cuando la promesa es retribuida, que es precisamente el caso del contrato de opción, en las transacciones que se llevan a cabo en las Bolsas de Valores, sobre títulos de crédito o títulosvalores.

El promisorio o receptor de la promesa, adquiere un derecho

potestativo, o sea una titularidad sobre la adquisición, lo que equivale a decir, la facultad de exigir si le conviene, la celebración del contrato de compraventa prometido, y correlativamente, se obliga a pagar en firme, la cantidad de dinero pactada al otro contratante, o sea al promitente o dador de la opción. Este, por el derecho en firme que adquiere sobre la retribución convenida, se obliga a celebrar la compraventa si aquél, se decide a llevarla a cabo, o sea a concluirla.

La obligación condicional del promitente, es correlativa a la facultad de promisorio, del mismo modo que la prestación de éste se halla en conexión o más bien dicho vinculante, con el derecho de aquél de poder exigir la retribución pactada, cualquiera que sea el uso que el promisorio haga de su facultad de decidir sobre la celebración o no del contrato de compraventa.

La obligación del tomador, de pagar el precio de la operación unitaria, o sea la retribución, se halla absorbida, en el precio único del contrato unitario; se debe y puede exigirse desde el momento que se ha pactado en firme, en contraposición del acto de celebración de la compraventa prometida, la que puede exigirse únicamente y debe prestarse si llega a cumplirse el acontecimiento constitutivo de la condición con que se estipuló la obligación del deudor.

La realización del acontecimiento incierto, a que ha quedado sometida la obligación del dador de la opción - la condición-, afecta únicamente este efecto jurídico, a una parte del contrato de promesa o de opción, - la celebración de la compraventa - más no a la retribución pactada, la cual se ha convenido sin sujetarla a condición alguna. La obligación del tomador de la opción de pagar íntimamente

el precio de la operación unitaria, se independiza de las modificaciones que puedan introducirse en la condición, por ser de la esencia, en el contrato de opción retribuida - la creación de una obligación pura y simple. La retribución - y de una obligación condicional. La celebración del contrato. Ambas obligaciones, aunque se encuentran en relación o para expresarlo más propiamente, ligadas, son distintas, por consiguiente se encuentran sometidas a tratamientos jurídicos diversos, en vista que la retribución tiene el concepto de indemnización por el riesgo corrido por el promitente, al renunciar a los eventos de una mejor colocación de la cosa objeto del contrato, o sea de la cosa vendida. Y esto es así, porque realmente no estamos ubicando este tipo de contrato o sea el contrato de opción dentro de la promesa de celebrar un contrato propiamente dicho, reglamentado en los arts. 1424 y 1425 de nuestro Código Civil, lo que equivale a decir que el contrato de opción bursátil, no puede incluirse dentro de los moldes contenidos en un contrato de promesa de venta reglamentado por el Derecho Civil, ya que es un contrato típico, específico bursátil, en el cual la retribución que se paga no es por el valor de los títulos objeto del contrato, ya que la adquisición de ellos depende de la facultad que se reserva el promisorio de manifestar su consentimiento de adquirirlos, sino que se refiere al precio que paga el optante, al otro contratante, por esa facultad, o sea por la opción concedida de poder manifestarse si compra o más bien dicho, si adquiere dentro del plazo concedido en el contrato, los títulos objeto del mismo, al precio señalado. En consecuencia el dador de la opción debe exigir el precio, ya que las obligaciones correlativas están determinadas y el dador de la opción, ha cumplido con su

obligación desde el momento que ha concedido la opción al otro contratante, es decir, que la prestación que le corresponde al dador de la opción, ha sido cumplida y consecuentemente el tomador de la misma, debe de cumplir con la contraprestación o sea el pago en dinero por la adquisición de ese derecho.

En el contrato de opción, el promisorio o receptor de la opción, no sólo puede exigir del promitente la celebración del contrato prometido, lo cual amoldaría este tipo de contrato, a las disposiciones relativas a la promesa de celebración de contrato reglamentadas en el Código Civil, porque en la promesa de celebración de contrato, este contrato es la única prestación prometida y no es sino hasta después de celebrado el contrato prometido y convertido por dicha celebración el promitente en vendedor y el promisorio en comprador es que éste puede exigir la entrega de la cosa, sino que, aquél sin cambiar su condición de promisorio, puede exigir la entrega de la cosa, si se decide a hacer uso de su derecho como si fuera comprador. Si el promisorio decide comprar, puede exigir la entrega de la cosa como que si ésta la hubiera adquirido en firme, es decir, no sujeta a la condición de su manifestación de voluntad; en consecuencia, la promesa hecha por el dador de la opción, resulta ser una oferta que no puede retirarse, es decir, que es vinculante para el oferente durante el plazo fijado en el contrato de opción, la que se convierte en el contrato prometido, si el destinatario de la oferta la acepta oportunamente o sea dentro del plazo señalado de lo que se concluye, que este tipo de contrato no es precisamente la promesa de celebración de un contrato o contrato de promesa, tal como se le denomina en nuestra legislación civil,

aunque parezcan ser similares, en cuanto a la consumación o ejecución, el contrato de opción y la promesa de venta o con la compraventa sujeta a condición, debe de llegarse a la conclusión lógica que ambas operaciones son diversas.

La compraventa condicional es un contrato único afectado por una condición, cuya falta impide el nacimiento de las obligaciones que emanan del mismo contrato, tales como la de pagar el precio y en entregar la cosa, todo con carácter retroactivo hasta la fecha de la celebración. En cambio, en el contrato de opción, existen dos contratos sucesivos, uno de promesa, que puede ser puro y simple, no sujeto a condición, aunque sea condicionada la obligación que se genera a cargo de uno de los contratantes, y otro de compraventa, también puro, y simple y sin posibilidad de que tenga efecto retroactivo a la fecha de celebración del contrato de opción. Como consecuencia de la falta de posibilidad de efectos retroactivos, el promitente soporta lógicamente la falta de valor o los menoscabos que pueda sufrir la cosa, que en la compraventa condicional, son de cuenta del comprador durante el plazo que la condición está pendiente (1357 inc. C.). Precisamente, en compensación de esos riesgos y en la posibilidad de perder la oportunidad de hacer un negocio mejor, durante el plazo que se mantiene en vigencia la opción, es que la retribución pactada se debe por parte del aceptador de la opción, aunque la compraventa no llegue a concluirse, ya que los riesgos que aquélla cubre han existido y pueden ser irreparables para el dador de la opción, precisamente en el mercado bursátil, en los cuales los valores pueden deteriorarse de un día para otro.

Aclarado este punto, o sea que aquél que acepta la opción, de

be de pagar el precio único señalado en el contrato, debe de considerarse el efecto producido por el contrato para el otro contratante o sea la obligación que recae a cargo del dador de la opción, si el tomador de la misma manifiesta su voluntad de comprar los títulos objeto del contrato contestando afirmativamente la opción. Esta obligación a cargo del dador de la opción puede considerarse como condicional, ya que el cumplimiento de la misma depende de un hecho futuro e incierto, cual es que el tomador conteste la opción, o sea que manifieste en la fecha fijada en el contrato de opción, su voluntad de concluir el contrato de compraventa prometido. No puede considerarse al tenor de nuestra legislación, como nulo este contrato ya que en realidad no se trata de una condición suspensiva que dependa de la voluntad del deudor, puesto que no depende de la exclusiva voluntad del deudor, sino de la decisión del tomador, y ni aun de la voluntad de éste, o al menos de su exclusiva voluntad. Debe de aclararse, que el término preciso, es decisión del tomador y no voluntad del mismo, porque la voluntad del tomador no juega papel alguno o si acaso llega a tenerlo es secundario y accesorio, reduciéndose su voluntad a la de manifestarse o moverse dentro del hecho complejo y constitutivo de la condición, la que está integrada por elementos múltiples y heterogéneos, imponderables e incoherentes, como son la técnica o habilidad del tomador para utilizar durante el término fijado en la opción, las posibilidades que le ofrecen las oscilaciones del mercado y los acontecimientos económicos, políticos y sociales que influyen en dichas oscilaciones, y que se produzcan durante dicho lapso o período, las que constituyen un elemento más de hecho de la condición, en cuanto circunscribe o demarca el e-

vento en que en ella incide.

En consecuencia la condición, es una condición causal, en vista que la voluntad del tomador, se limita a manifestar su decisión, tomando en consideración los resultados que hayan producido el conjunto de operaciones bursátiles por él concertadas o dejadas de concertar como consecuencia de las fluctuaciones del mercado que han determinado los cambios y en especial los cambios alcanzados durante el lapso que haya durado la opción, según como hayan incidido en su patrimonio. Estos elementos son tan decisivos en la técnica bursátil, en la cual generalmente las opciones pueden darse por contestadas a afirmativa o negativamente, o cuando no hay manifestación del tomador, dependiendo del hecho que el cambio del día alcanzado en la fecha designada para la contestación, sea superior o no al precio pagado por la opción, tal como lo establecen los usos normativos bursátiles de las principales Bolsas de Valores.

Otro de los elementos de la condición, es el plazo, el cual circunscribe, el evento que en ella reside. El plazo como categoría económica, es un factor de importancia preponderante. La noción del tiempo, o plazo, al infiltrarse en el proceso económico ofrece dificultades extraordinarias. La dificultad surge al integrar el tiempo en el circuito económico, porque en él, se producen fluctuaciones de duración más o menos prolongada, como ya he dicho al tratar el epígrafe de "Cómo se fijan los precios en el tráfico bursátil", los cuales no pueden ser me didos, porque en los acontecimientos económicos y en su periodicidad, no existe la uniformidad que hay en el tiempo físico. En consecuencia, el plazo o el tiempo, como desee llamársele, adquiere importancia pre

ponderante en este tipo de contratos, los cuales conservando su unidad, se descomponen en una prestación inmediata, y en una contraprestación condicionada diferida a una fecha ulterior. En esta forma, el tiempo, no es un elemento accesorio que entra a formar parte del contrato, es propiamente la esencia del mismo, desde el momento que penetra en el circuito económico, y se instala en él con todas las incertidumbres, esperanzas y temores que sirven de enlace entre el presente y el futuro, entre las prestaciones pretéritas y las contraprestaciones venideras, que conducen a la estimación del riesgo, que es en definitiva, lo que determina precisamente el precio que debe de pagar el que acepta la opción a aquél que se la concede.

El inversionista o sea el contratante en Bolsa, que celebra un contrato de opción, debe de calcular o sea de medir las posibilidades del porvenir, evaluar los riesgos que contrae, estimarlos en términos dinerarios, ponderando las probabilidades de gozar de bienes futuros, Por eso, por ejemplo, las diferencias de cotización entre los contratos celebrados al contado y la opción de doble en alza, pueden variar en relación con el tiempo. La separación entre las dos cotizaciones es mayor o menor, según que la operación se concerte a un plazo más o menos lejano, tal como dijimos anteriormente, el cual mientras más diferido sea expone por consiguiente al dador de la opción a correr mayores riesgos.

Los contratos de opción descansan, pues, precisamente en la intuición que tiene el inversor en Bolsa del porvenir; de los pronósticos más o menos precisos que pueda hacer sobre los acontecimientos económicos que pueden motivar un alza o una baja en las cotizaciones de los

títulos objeto del contrato.

El inversionista que concerta un contrato de opción puede desarrollar la posición necesaria, por medio de las facilidades que le otorga el mecanismo bursátil, ya que el contrato celebrado, puede completarse o corregirse según los requiera, por medio de otros contratos en los cuales adopte posiciones similares o inversas. La posición a adoptar en estos contratos complementarios deben de adoptarse de acuerdo con las fluctuaciones de cotización que se presenten entre el concierto del contrato inicial y el término fijado para la ejecución del mismo, o sea entre la operación base y la operación de desarrollo. Este factor - el tiempo - es decisivo en los contratos de opción, porque desde el momento en que se fija un plazo para la ejecución del contrato, los otorgantes tienen la posibilidad de multiplicar las negociaciones en el tiempo que transcurre, entre el concierto del contrato y el vencimiento señalado para la ejecución del mismo, teniendo la facultad de concertar una serie ilimitada de contratos, que surgen, según las oportunidades del momento, cuyo objeto es mejorar o enmendar los resultados económicos del contrato de opción inicial.

Señalaré las diferencias que existen entre los contratos con prima y el contrato de opción.

Estos tipos diversos de contratos se difencian por los siguientes rasgos característicos:

1o) En el contrato de opción, mientras se halla pendiente la facultad de opción, se produce una situación interina propia de las condiciones suspensivas en lo que respecta al contrato principal, en el cual, para el dador de la opción, el período es de incertidumbre en cuanto a

si es o no deudor de los títulos objeto del contrato.

Por el contrario, el contrato con prima, nace como un contrato perfecto con prestaciones perfectamente determinadas, sujetas a un plazo y otorgando una facultad de elección para realizar otra prestación, prevista en el mismo contrato, o sea que mientras se halle pendiente la facultad concedida, sólo es incierto lo que se debe; pero no si se debe alguna cosa.

2o) En el contrato de opción, cuando el optante ejerce, oportunamente la facultad concedida, el contrato queda firme, perfecto, o sea listo para su ejecución. En cambio, en el contrato con prima, cuando el comprador hace uso de la facultad concedida, no hace más que modificar el objeto con el que satisface su obligación con otra prestación prevista en el contrato, en vista de que, aun en el caso que opte por abandonar el contrato, mediante el pago de la prima, esta es una de las formas previstas en él, para poder efectuar el cumplimiento de su obligación.

3o) En el contrato de opción, cuando el optante deja transcurrir el plazo, sin hacer uso del derecho de opción, el contrato queda ineficaz e inoperante, en cuanto a la segunda fase del mismo, o sea en cuanto a la celebración de la compraventa de los títulos, ya que era perfecto en lo que se refiere a la prestación correlativa del optante, o sea de pagar el precio por la opción y de la concesión de la misma por parte del otro contratante. Ahora bien, en cuanto a la compraventa de títulos, ésta estaba sometida a una condición suspensiva.

En cambio, en el contrato con prima, si el comprador no ejerce oportunamente la facultad que se le ha concedido, se cumple el con

trato pactado, no sujeto a condición alguna y por tanto, perfecto y firme.

k) Los Contratos Diferenciales:

Este tipo de contrato no difiere en su contenido del resto de los contratos bursátiles que he tratado en este epígrafe, la única diferencia existe que en lugar de que haya entrega efectiva de títulos y dinero, los contratantes, pagan las diferencias de cotización que hayan alcanzado los títulos objeto del contrato, en el momento prefijado para la ejecución del mismo. Es decir, que no hay verdadera tradición real de los títulos por parte del vendedor, ni pago de dinero por parte del comprador, únicamente se liquidan las diferencias de cotización que hayan alcanzado los títulos en el término fijado, para el cumplimiento del contrato. Pondré un ejemplo de este tipo de contrato para aclarar la situación:

Supóngase que X vendedor y Y comprador de un determinado número de títulos, digamos 100 convienen en un precio determinado por unidad de ₡100.00 por título, para ser pagados y entregados en una fecha futura prefijada. Llegado el día del vencimiento, si los títulos valores o los títulos de crédito, se cotizan a un precio superior a los ₡100.- fijados, X entregará a Y, no los títulos objeto del contrato; sino la diferencia en dinero entre la cotización fijada por la Bolsa y el importe por ellos convenido. Por el contrario, si los títulos de que se trate, hubieren descendido de precio, entonces Y comprador, en lugar de recibir los títulos deberá de abonar al vendedor, la diferencia en efectivo entre el precio que hubiera de haber satisfecho y aquél porque podrían vender los títulos en Bolsa, en la fecha o sea al cambio del día. Como puede

verse, en este tipo de contrato, no hay verdadera traslación de títulos ni traslación de capitales.

LAS FORMALIDADES DE LOS CONTRATOS BURSÁTILES Y LOS EFECTOS DE LA MORA

Uno de los principios básicos universalmente reconocidos en la técnica bursátil, es la constancia documental de las negociaciones.

Los contratos bursátiles, no requieren para su eficacia jurídica, formalidades especiales, los cuales se acomodan a las disposiciones generales del Código de Comercio y del Código Civil, en los cuales impera en forma general, la libertad de formas de contratación.

La contratación bursátil se lleva a cabo principalmente en forma verbal, por medio de las palabras a que he hecho referencia en párrafos anteriores "DOY", si se pretende vender, "TOMO", si se pretende comprar. Esta es la única formalidad que ha sido establecida por los usos normativos que se han perfeccionado en las Bolsas de Valores, en consecuencia, el contrato se considera concertado desde el momento en que existe vínculo jurídico entre los contratantes, generador de derechos y obligaciones, los cuales pueden dar lugar a ejercer acciones en juicio, en caso de incumplimiento por cualquiera de las partes contratantes.

La simplicidad de las formas en que se celebran los contratos bursátiles, ha sido originada por el crecido número de operaciones que se llevan a cabo en un corto espacio de tiempo - la sesión bursátil.

No obstante lo dicho en las líneas que anteceden, por el hecho

que la contratación en Bolsa se lleva a cabo por medio de intermedia
rios, se ha considerado por los organismos bursátiles, que es impres
cindible la presencia de documentos que acrediten las negociaciones,
con el objeto de hacer más expedito su cumplimiento. Debido a estas
consideraciones es que han nacido a la vida jurídica en la técnica bur
sátil, "la póliza", para constatar la compra de valores mobiliarios
bursátiles y "el vendi" para los casos de venta. Estos documentos consta
tan documentalmente, el contrato concertado por las partes.

La constancia documental de la negociación se inicia en Bolsa
con "El Carnet de Operaciones", de uso universal, el que tiene aplicaci
ón en todas las Bolsas de Valores. Este carnet es llevado por el in
termediario, para llevar el record de las operaciones que realiza en
la Sesión Bursátil.

Por el hecho de la inscripción en el carnet, se formaliza la
relación vinculante contractual y el contrato se inscribe en el libro que
al efecto lleva el intermediario, el cual tiene carácter público, de con
formidad con los usos normativos que en las Bolsas de Valores se han
perfeccionado. En esta forma las operaciones o contratos que se han
concertado verbalmente, figuran en documentos que establecen su cons
tancia y permiten exigir su cumplimiento forzoso ante los tribunales de
justicia correspondientes, caso de incumplimiento por los contratantes.

"La póliza" es extendida por el agente comprador, la cual se
la entrega a su cliente, como prueba de legitimidad de propiedad de los
títulos objeto del contrato, la que sirve asimismo para efectuar la liqui
dación entre el agente y su cliente, haciéndose figurar en la misma, el
dinero en efectivo que se ha entregado como consecuencia del contrato

de compraventa de los títulos y los gastos en que éste ha incurrido para poder llevar a cabo la operación.

"El vendi", por lo regular es firmado por el cliente y entregado al intermediario, siendo para el agente de bolsa, una especie de recibo de la cantidad producida por la venta, lo mismo que una especie de ratificación de la orden dada y la demostración de conformidad del cliente con la ejecución del contrato.

Además de estas constancias documentales, los agentes de bolsa, deben de entregarse recíprocamente una nota suscrita de cada uno de los contratos concertados en la fecha que determinen los usos normativos bursátiles.

En la legislación salvadoreña, este principio está consignado en el art. 48 del Código de Comercio, el que literalmente dice: "Los corredores se entregarán recíprocamente notas suscritas de cada una de las operaciones concertadas, en el mismo día en que las hayan convenido. Otra nota, igualmente firmada entregarán a sus comitentes, y éstos a los corredores expresando su conformidad con los términos y condiciones de la negociación".

El principio a que antes he hecho referencia, que el contrato celebrado por el agente debe de inscribirse en el libro que lleve al efecto, el cual tiene carácter público, también se encuentra reconocido en nuestra legislación en el art. 49 del Código de Comercio, el que preceptúa: "Los corredores anotarán en sus libros y en asientos separados, todas las operaciones en que hubieren intervenido expresando los nombres y el domicilio de los contratantes, la materia y las condiciones de los contratos".

Los efectos jurídicos más importantes, que produce la intervención del agente de bolsa en las negociaciones o contratos bursátiles, son estas constancias documentales, ya que por lo regular, en la contratación privada, en la cual no se llenen los requisitos legales establecidos por las leyes respectivas, es necesario por regla general, acudir al juicio ordinario; en cambio, en la reclamación por incumplimiento de las negociaciones concertadas en la Bolsa de Valores por medio de intermediarios, se tiene expedita la vía ejecutiva para obtener el cumplimiento de las mismas. Este principio lo reconoce también nuestra legislación, al establecer "que las notas o pólizas que los corredores entreguen a sus comitentes y las que se expidan mutuamente, hacen prueba contra el corredor que las suscriba en todos los casos de reclamación a que diere lugar. Y que la conformidad de los comitentes, una vez reconocida en juicio su firma, llevará aparejada ejecución, siempre que se presente la certificación expedida por el tribunal, en la que se hace constar la diferencia en efectivo que resulte contra el comitente en vista de las notas cruzadas al llevarse a cabo la operación".

En cuanto a los efectos de la mora en los contratos bursátiles, ya hemos hecho referencia que el derecho mercantil, no hace distinciones entre el simple retardo y la falta de ejecución del contrato. En vista de que uno de los principios fundamentales que prevalece en la contratación mercantil, es la rápida liquidación de las negociaciones y la ejecución de los contratos convenidos, en los cuales el simple retardo en el cumplimiento de las obligaciones concertadas equivale a la falta de cumplimiento o falta de ejecución de las mismas.

Los efectos del incumplimiento de las obligaciones mercantiles,

no difieren por lo regular de los efectos que acarrea el incumplimiento de las obligaciones concertadas en el tráfico bursátil. En consecuencia, el incumplimiento de las obligaciones contraídas por uno de los agentes intermediarios en los términos fijados da acción al agente intermediario perjudicado, para optar, ya sea por la resolución del contrato o exigir su cumplimiento, con la indemnización de los daños y perjuicios que le hubiere ocasionado la falta de cumplimiento por parte del otro contratante.

Con el objeto de soslayar las dificultades que puede acarrear el incumplimiento de las obligaciones contraídas por los agentes de Bolsa, las Bolsas de Valores en su reglamentación, establecen disposiciones que obligan que los agentes que intervienen en las negociaciones que se llevan a cabo en las sesiones bursátiles, a depositar fianzas de debido cumplimiento, cuyo monto se determina de acuerdo con el número de clientes y de transacciones que verifican. En esta forma se obtiene la seguridad que los contratos se ejecutarán rápida y eficazmente, ya que por medio de la fianza de debido cumplimiento, o de las cantidades líquidas que ha depositado el agente en la Cámara o Departamento de Liquidaciones de la Bolsa, puede el organismo director lograr la expedita ejecución que es necesaria en la contratación bursátil, permitiendo al contratante perjudicado por la demora o falta de cumplimiento de las prestaciones, proceder a la ejecución forzosa del contrato, comprando o vendiendo los títulos objeto del mismo por cuenta y riesgo del agente moroso.

La venta forzosa tiende a procurar al contratante que ha cumplido con sus obligaciones, el mismo resultado económico que si el con

va York, desde el año de 1938, hasta el segundo semestre del año de 1962, no se ha presentado ningún caso de incumplimiento por parte de los agentes de Bolsa, independientemente, de aquellos en que pudieran haber incurrido directamente los clientes, que han contratado el agente, ya que debe de aclararse, que el efecto de incumplimiento a que me re fiero es entre los agentes que han concertado las operaciones, ya que éstos, como he dicho repetidamente, obran por cuenta ajena, pero en nombre propio, en consecuencia, el contrato vinculante entre el cliente y el agente es distinto de aquel que vincula a los agentes de Bolsa en tre sí, en consecuencia, el agente tiene las acciones de repetición en contra del cliente, que no haya cumplido con su obligación de conformi dad con la orden de compra o venta que le haya dado al agente de la Bol sa.

Tal como se ha visto, en la póliza se materializa la operación concertada, ésta debe de seguir al título, como prueba constante de la legítima titularidad del tenedor de los títulos de crédito y al mismo tiem po sirve como fundamento para el ejercicio de las acciones que dimanán del contrato.

Como dije, la operación se inicia a través de una orden verbal y el concierto de la misma, se inicia también verbalmente, dejando ras tro escrito de su trayectoria, desde que se anota en el carnet del inter mediario hasta que llega a formalizarse la póliza, la que sirve para res guardar la legítima posesión de los títulos así como la responsabilidad del agente intermediario.

Dada la naturaleza y el valor probatorio que tienen "las pólizas" y "los vendis", no pueden dejarse al arbitrio de las partes en cuanto a

la forma y redacción de las mismas, sino que deben de ser redactados precisamente por el organismo bursátil, para que no pueda dar lugar a duda alguna en cuanto a la validez, legitimidad y veracidad de los mismos, por servir de garantía de la negociación llevada a cabo, tanto para los agentes intermediarios, reduciéndose para éstos en documentos liquidatorios de las operaciones de las que están encargados, así como para garantizar la legitimidad de los poseedores de los títulos, que hayan sido adquiridos o transmitidos por medio de la contratación en bolsa.

Resumiendo puede decirse, que la fuerza probatoria de los contratos en los que intervienen los agentes mediadores en Bolsa, está reglamentada en nuestra legislación por los arts. 48, 73 numerales 2o. y 7o., art. 52 y por el art. 77 del mismo Código.

CAPITULO TERCERO

Objeto de las operaciones bursátiles. - La necesidad de una reglamentación legal en El Salvador de los Valores Mobiliarios. - Las Sociedades de Inversión. - Las Operaciones de Bolsa como Actos de Comercio en el Código vigente y sus proyecciones en el proyecto de Código de Comercio. - La Política Fiscal en relación con el Tráfico Bursátil. - Aspectos de la Legislación Salvadoreña.

OBJETO DE LAS OPERACIONES BURSATILES

En el Capítulo Primero, al tratar de "Los Efectos Inscribibles en las Bolsas de Valores", quedó establecido que los efectos de comercio sobre los que recaen las operaciones bursátiles, o dicho en otras palabras, las cosas mercantiles que son objeto de contratación bursátil son los títulosvalores o títulos de crédito, seriales o en masa, es decir, aquellos que otorgan los mismos derechos e imponen las mismas obligaciones a toda persona que sea o llegue a ser titular de los mismos.

En cuanto a si la denominación correcta de los documentos que representan la riqueza mobiliaria es la de títulosvalores o títulos de crédito cabe hacer las consideraciones siguientes:

El término "títulos de crédito", se originó en la doctrina mercantil italiana. Esta denominación ha sido criticada, aduciéndose como argumento, que la connotación gramatical, no concuerda con el sentido jurídico que tienen las palabras, en vista que no en todos los títulos. lla

mados de crédito, predomina como elemento fundamental un derecho de crédito.

A este respecto Garrigues se expresa en los términos siguientes: "La doctrina española, recientemente, habla de títulos de crédito. Pero esta denominación es poco comprensiva, porque, por un lado, no alude a otro aspecto distinto del crédito, cual es la denominación jurídica de la cosa misma, propia de los títulos llamados de tradición; mientras que por otro lado, existen títulos (acciones de sociedades anónimas) que no atribuyen un solo derecho de crédito a su titular, sino más bien un conjunto de derechos subjetivos de varia índole, que componen una cualidad o posición jurídica compleja. Preferimos por esta razón, el nombre de títulosvalores, para designar jurídicamente ciertos documentos cuyo valor, estando representados por el derecho al cual se refiere el documento, es inseparable del título mismo". La doctrina mercantil que sigue al tratadista español propone en la actualidad, denominar estos documentos de un modo general, "títulosvalores" o "títulos negociables", en vez de títulos de crédito.

Ahora bien, debe de aclararse, que el profesor Garrigues y los que le siguen con respecto a esta denominación de "Títulosvalores", se hallan influenciados precisamente por el predominio que ha tenido el Derecho Mercantil Alemán en el Derecho Mercantil Español. Con esta denominación se ha pretendido dar una traducción literal del término alemán "Wert-papiére" que equivale más bien a valores mobiliarios.

Por el contrario, hay autores como Cervantes Ahumada, que critica la denominación de títulosvalores dada a estos documentos por Garrigues, sosteniendo que hay muchos títulos que tienen o representan

un valor, los cuales no se incluyen dentro de la categoría de esta clase de documentos, así como hay muchos documentos que en realidad no puede decirse que incorporan un valor y sí se incluyen en esta categoría.

La doctrina mercantil francesa, tal como hice referencia, al referirme a "Los Efectos Inscribibles en las Bolsas de Valores", en el Capítulo I, hace distinción entre efectos de comercio - Effects de Commerce - y valores mobiliarios - Valeurs Movilières.

En el derecho anglosajón, el concepto de "Negotiable Instruments" se otorga únicamente a aquellos documentos que tengan por objeto, el pago de una suma de dinero. Tal como está establecido en el "Bill of Exchange Act" en la sección 72, de la legislación británica y en la "Uniform Negotiable Instrument Law" en la sección primera, de la ley que rige estos documentos en los Estados Unidos de Norte América. En este sentido el concepto de "Negotiable Instruments", es más restringido que el de "título de crédito" y en ese sentido basta pensar en las acciones de sociedades mercantiles y en los títulos que amparan mercancías, respecto de los cuales los autores del derecho inglés y norteamericano, se refieren a ellos como "Cuasi-Negotiable-Instruments".

En la legislación salvadoreña, se denominan a estos documentos "títulos de crédito" en el Reglamento Interno del Poder Ejecutivo, al referirse a las atribuciones de la Secretaría de Economía, en cambio, en el Proyecto de Código de Comercio, elaborado por el Ministerio de Justicia, se habla de "Títulosvalores".

En realidad, las características generales y las reglas que se aplican a este tipo de documentos, en principio, son independientes del

hecho de que el título se vincule o no a una operación de crédito. Los tecnicismos jurídicos como dice Cervantes Ahumada, puede tener acepciones, no precisamente etimológicas y gramaticales, sino que jurídicas y que el término de títulosvalores empleado por la doctrina mercantil alemana, y por la doctrina española, se utiliza en relación con los documentos de legitimación, cuya presentación es necesaria para el ejercicio del derecho, tal como lo expone Bruner. La expresión de "Títulos Negociables", propuesta puede llevar a identificar el concepto del texto con el de "Negotiable Instrument", del derecho Británico y norteamericano, que aunque tal vez sea, el que en su orientación fundamental, esté más próximo a las características de los títulos de esta especie. En consecuencia la denominación que se le dé a esta clase de documentos, carece de trascendencia, siempre y cuando llenen las características de este tipo especial de cosa mercantil, no obstante, considero que la denominación adecuada es la de "Valores Mobiliarios".

La característica esencial y común a todos los títulosvalores o títulos de crédito o valores mobiliarios es la relación o unión permanente de la relación jurídica a un documento, lo que es denominado por la doctrina mercantil "incorporación".

Los elementos indispensables para que pueda constituirse esta "incorporación" son la relación jurídica y el documento.

La relación jurídica tiene su origen en un Acto jurídico; cuando esta relación jurídica tiene por objeto la vinculación obligacional, como es el caso de los actos que son documentados por los títulos de crédito o títulosvalores, dicha relación necesariamente se origina en uno de los actos o hechos jurídicos que pueden ser fuente de las obligaciones,

entre los cuales el principal es el contrato, el que nace del acuerdo de dos o más declaraciones de voluntad.

El documento, es una cosa corporal de naturaleza especial, una cosa representativa que tiene por objeto la representación de un acto jurídico o sea que, el título es un documento, que incorpora un derecho. Esta incorporación trae como consecuencia, que el derecho está íntimamente ligado al título, dependiendo el ejercicio del mismo, de la exhibición del documento que lo incorpora.

Las declaraciones de voluntad que producen efectos jurídicos, son considerados por la doctrina, que forman parte de los hechos denominados documentales. Cuando el otorgamiento del documento, tiene por objeto facilitar la prueba de las obligaciones, son denominados por la doctrina "Documentos Probatorios". Cuando el requisito de formulación del documento, es condición indispensable para que la declaración de voluntad produzca efectos jurídicos, se le denomina "Documentos Constitutivos". En el caso de los documentos probatorios y de los documentos constitutivos, la consignación por escrito de las declaraciones de voluntad, es siempre un medio, no el fin, es la prueba de la formación de una relación jurídica, que nace de las declaraciones de la voluntad.

La formulación del documento, cuando se trata de los Valores Mobiliarios, es denominada por la doctrina mercantil, "creación del título", la que presupone un objeto el documento. A este objeto, se adhiere el contenido del documento o sea la representación gráfica de la declaración de voluntad, la que ha dado origen a la relación jurídica, la cual se incorpora en dicho documento. Esta representación,

es la que otorga la función primordial de los valores mobiliarios, los cuales están destinados a servir como medio para el ejercicio y la transmisión del derecho. El documento, es una declaración unilateral de voluntad, que acredita la existencia de una relación jurídica, de claración emitida por quien se obliga como consecuencia del título, cuando éste se hace valer en contra suya, independientemente que la relación jurídica haya nacido del acuerdo de dos declaraciones de voluntad o que implique obligaciones bilaterales.

La incorporación del derecho al documento trae como consecuencia, que el derecho se transforma en algo accesorio, al contrario de lo que ocurre generalmente, que los derechos tienen existencia independiente de los documentos teniendo por objeto probar su existencia pueden consecuentemente, ejercitarse sin necesidad de exhibir el docu mento; pero tratándose de los valores mobiliarios, el documento es lo principal y el derecho lo accesorio, el derecho no existe, ni puede ejer citarse, sino es en función del documento y condicionado por él*.

Ahora bien, es necesaria la concurrencia de ciertos elementos formales, para que el documento pueda ser considerado como un título de crédito, un título-valor o un valor mobiliario; estos elementos son:

1o) La formulación de un derecho frente a un sujeto determina do o sea frente a aquel que emite el título. Del tipo de derecho que con fiera el documento, se determinará la especie de título a que correspon da.

2o) La emisión del título, por medio de la cual se atribuye el

*Cervantes Ahumada.

derecho a una persona, la que puede ser determinada o indeterminada, la que se individualiza o determina por el hecho de poseer o de ser el portador del mismo.

3o) Que el título sea destinado a la circulación. Este tipo de destino es inherente en los títulos emitidos al portador, lo que autoriza a cualquiera que exhiba el título a ejercer el derecho que en él se consigna.

4o) La firma, de la persona que hace la emisión.

En el documento se opera una transformación jurídica, que consiste en la atribución particular que se le da al título de una calidad jurídica determinada, la cual es poder servir como medio para el ejercicio y la circulación de un derecho. La transformación económica que el papel sufre y que es considerada como la creación de un valor económico, es una consecuencia de la transformación jurídica. Sin embargo, el título no puede servir para ese uso, mientras permanezca en poder de la persona que lo ha suscrito, sirviendo únicamente para el uso destinado, desde el momento en que pasa de las manos de la persona que lo suscribe, a aquella que está destinada a valerse de él. En consecuencia la redacción de un título y su suscripción son actos preparatorios.

Por el hecho de la emisión, el título adquiere la posibilidad de servir al uso jurídico al que está destinado y como cosa adquiere un valor económico actual, lo que equivale a decir, que adquiere valor por el hecho de salir de la esfera de disposición del sujeto que lo ha formulado - el emittente -, para pasar a otro sujeto, o sea el beneficiario o portador, quien puede valerse de él frente al primero.

Los títulos de esta clase cumplen una función de legitimación,

o sea que la primera función que cumple el título emitido, es la de servir de medio exclusivo de legitimación para el ejercicio del derecho en él consignado. La función legitimatoria del título no debe confundirse con la función probatoria de las relaciones jurídicas de los documentos ordinarios, si bien es afin con ella. Por legitimación, se entiende el poder de ejercitar un derecho independientemente de ser o no su titular. La función de legitimación de los títulos de crédito, títulosvalores o valores mobiliarios, consiste en probar, que el beneficiario o detentador, es titular, no del derecho documentado en el título, sino en atribuir a éste el poder de hacerlo valer. La legitimación es una consecuencia de la incorporación, ya que para ejercitar el derecho consignado en el título, es necesario exhibir el título mismo. Ahora bien, esta legitimación tiene dos aspectos: uno pasivo y otro activo. La legitimación activa consiste en la propiedad o calidad que tiene el valor mobiliario de atribuir a su titular, o sea a quien lo posee, la facultad de exigir del obligado en el mismo, la prestación que en él se consigna. El aspecto pasivo, de la legitimación consiste en que el deudor obligado por el valor mobiliario cumple su prestación y por tanto se libera de la obligación realizando la prestación a quien aparezca como titular del documento.

Otra característica es la literalidad. Lo que quiere decir que el derecho se mide en su extensión por la letra del documento, por lo que literalmente se consigna en el mismo.

Otro elemento es la autonomía. La autonomía no significa, que el título de crédito o títulovalor en sí sea autónomo, ni que sea autónomo el derecho incorporado en el título, sino que es autónomo, desde el pun

to de vista activo, el derecho que cada titular sucesivo va adquiriendo sobre el título y sobre los derechos en él incorporados son independientes, en el sentido que cada persona que va adquiriendo el documento, adquiere un derecho propio, distinto del derecho que tenía o podía tener quien le transmitió el documento. Desde el punto de vista pasivo, debe de entenderse que es autónoma la obligación de cada uno de los signatarios de un valor mobiliario, porque dicha obligación se independiza y se considera diversa de la que tenía o pudo tener el anterior suscriptor del título.

En resumen, las características de los valores mobiliarios son: a) la incorporación; b) la legitimación; c) la literalidad; d) la autonomía.

Ahora bien, para lo que al desarrollo de mi tema interesa o sea el aspecto de los títulosvalores, los títulos de crédito o valores mobiliarios, como objeto de las Operaciones de Bolsa y de los Contratos Bursátiles, tal como hice referencia al principio del epígrafe, sólo pueden considerarse como valores mobiliarios bursátiles, aquellos que proceden de una emisión en masa, es decir, en serie, que tienen las mismas cualidades y conceden los mismos derechos, constituyendo cosas fungibles que pueden tener un curso de cambios común. Para determinar cuáles son los valores mobiliarios bursátiles es oportuno clasificar los títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios.

a) Atendiendo a su origen: los valores mobiliarios pueden ser nacionales y extranjeros, según sea la nacionalidad del ente emisor de los mismos.

Esta clasificación tiene importancia, por las condiciones que

puede imponer, el organismo bursátil, para que los títulos de acuerdo con su nacionalidad puedan ser admitidos a cotización en las Bolsas de Valores.

b) En cuanto a la entidad emisora: éstos pueden ser públicos y privados, según sean emitidos por personas de derecho público o por personas de derecho privado.

La distinción tiene importancia, lo mismo que la anterior, por el regimen a que están sometidos para la admisión a cotización, ya que, es principio universal que los títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios, emitidos por el Estado, son cotizables en Bolsa, sin necesidad de solicitud de inscripción, de los mismos por el ente emisor

c) En cuanto al objeto del documento o sea el derecho incorporado en el título.

Estos pueden ser:

1o) Títulos Jurídico-Personales, denominados también corporativos, cuyo objeto principal no es un derecho de crédito, sino la facultad de atribuir al tenedor de los mismos, la calidad personal de miembro de una corporación, es decir, que no incorporan únicamente un derecho patrimonial o de crédito, sino los derivados de una cualidad de socio. El título típico dentro de los Jurídico-Personales, es la acción de la Sociedad Anónima, cuya función principal consiste, en atribuir al titular de la misma, la calidad de socio o miembro de la entidad emisora. De dicha calidad es que derivan los derechos políticos y de contenido económico, tales como el derecho de asistir a las asambleas generales, el derecho de voto, el derecho de dividendo y a la parte proporcional del capital cuando se liquide la entidad emisora. Debe de acla-

rarse, que los derechos mencionados son accesorios o inherentes a la calidad personal de socio, la cual le es atribuida precisamente por la posesión del título.

2o) Títulos Jurídico-Reales: que son los que atribuyen al titular, un derecho real sobre alguna cosa, o sea los llamados títulos de tradición o representativos, cuyo objeto principal consiste en un derecho real, sobre lo que es amparado por el título, tales como las obligaciones hipotecarias. Las características de los títulos de tradición, son las siguientes:

" i) En cuanto al contenido, en vista que dan derecho no a una prestación en dinero, sino a una cantidad determinada de mercancías, que se encuentran depositadas en poder del expedidor del documento.

ii) El poseedor del título representativo estará en posesión de las mercancías, por medio de un representante o sea el depositario, el cual a su vez posee las mercancías "nomine alieno".

iii) Por lo que respecta al derecho que incorporan, no atribuyen sólo un futuro derecho de crédito, sino que en consecuencia y como derivación de la posesión de las mercancías atribuyen un derecho actual de disposición sobre las mismas *".

El título representativo contiene dos derechos, un derecho de crédito para exigir la entrega de la cosa amparada por el título, y un derecho real sobre la cosa que la ampara. Debe de aclararse que la clasificación que hace Messineo no es exacta, ya que los títulos reales no implican necesariamente el amparo de una mercancía, como es el caso de las obligaciones hipotecarias, en las cuales predomina precisa

*Messineo.

mente el derecho de crédito, el cual es garantizado por la cosa que amparan, es decir, que la garantía de la obligación contraída por el emisor del título, es el derecho real, el cual podrá hacerse efectivo únicamente en caso que no cumpla el emisor su obligación principal, la que consiste precisamente en satisfacer el crédito consignado en el documento. Ahora bien, si Messineo ha hecho la referencia a mercancías, es porque el título representativo clásico, es el certificado emitido por los Almacenes Generales de Depósito y los conocimientos de embarque que amparan las mercancías.

3o) Títulos Jurídico-Obligatorios: son los que incorporan créditos de diversa clase; van dirigidos, por lo general, al pago de sumas de dinero. Estos son los títulos de crédito propiamente dichos, es decir, cuyo objeto principal es un derecho de crédito, atribuyendo al titular del mismo, de acción eficaz para exigir el pago de las obligaciones a cargo del suscriptor. Tales como las obligaciones o debentures emitidas por las Sociedades Anónimas.

4o) Atendiendo a la sustantividad del mismo o sea a la sustantividad del documento . Estos se pueden clasificar en:

i) Principales, si incorporan un derecho que tiene existencia por sí mismo como es el caso de la acción de la Sociedad Anónima, el cual es un título principal.

ii) Accesorio, cuando incorpora un derecho que tiene ese carácter respecto de otro derecho, como el cupón de la acción de la sociedad anónima para el cobro de dividendos, o los cupones de las obligaciones para el pago de los intereses estipulados.

5o) En cuanto a la forma de creación.

i) Singulares, son aquellos que son creados por un solo acto de creación.

ii) Seriales o en masa, los que se crean en serie como las acciones, las obligaciones de la sociedad anónima y los certificados de participación.

6o) En cuanto a la eficacia procesal de los títulos.

i) Hay títulos en los que se puede llamar de eficacia procesal plena o completos, los que no necesitan hacer referencia a otro documento o a ningún acto externo para tener eficacia procesal, por ser su suficiente la exhibición de los mismos, para el ejercicio de la acción que en ellos se consigna.

ii) De eficacia procesal limitada o incompleta, en los que para tener eficacia en juicio, necesitan ser complementados con elementos extraños a los mismos, por ejemplo el cupón adherido a la acción de Sociedad Anónima, no funciona con eficacia plena, ya que cuando se trata de ejercer los derechos de crédito relativos al cobro de dividendos, debe de exhibirse el cupón y el acta de asamblea general que decretó el pago de los dividendos.

7o) En cuanto a los Efectos de la Causa del Título sobre la Vida del mismo.

Todos los valores mobiliarios son creados y emitidos por alguna causa. De acuerdo con este criterio de clasificación, pueden dividirse en:

i) Títulos causales o concretos, en los cuales la causa es vinculante a los títulos pudiendo surtir efectos sobre la vida misma del título. La causa se vincula al título de manera tal que influye sobre

su validez y eficacia como es el caso de las acciones y de las obligaciones emitidas por Sociedades Anónimas.

ii) Títulos abstractos. En esta especie de títulos, la causa se desvincula de ellos desde el momento de su creación, no teniendo influencia alguna sobre la vida de los mismos, o dicho en otras palabras, aquel título que una vez creado se desvincula de la relación subyacente, no teniendo ninguna influencia sobre la validez y eficacia del título.

8o) En cuanto a la función económica del título.

Existen títulos:

i) De especulación,

ii) Títulos de inversión o sea los denominados más propiamente títulos de renta fija y títulos de renta variable.

Son títulos de renta variable, las acciones de sociedad anónima, en los cuales el rendimiento de la emisión no es seguro, sino fluctuante y son títulos de renta fija, aquellos que producen una renta pre-determinada y que tienen las garantías apropiadas, como por ejemplo, las cédulas hipotecarias.

9o) En cuanto a la forma de circulación del título o sea la manera en como está designado el titular. Estos pueden ser:

i) Títulos al portador;

ii) Títulos a la orden;

iii) Títulos nominativos.

A) Títulos al portador.

En esta clase de títulos, no se designa como titular de la prestación consignada en el mismo, a ninguna persona determinada.

Los títulos al portador son aquellos valores mobiliarios, por

medio de los cuales el emisor se obliga al cumplimiento de una prestación, la cual es determinada en el texto del título, a favor de la persona que sea tenedora del documento.

La tenencia del título es indispensable para el ejercicio del derecho que se consigna en el mismo. La función del documento es legitimadora para exigir el cumplimiento de la prestación a que se ha comprometido el emisor. El título al portador, otorga al tenedor del documento la facultad de ejercer el derecho consignado en el título, imponiendo como requisito esencial para el ejercicio de ese derecho, la exhibición del documento al emisor.

El tenedor del título no está obligado a demostrar al emisor, que ha adquirido el documento de quien tenía la facultad para disponer libremente de él, ni que el título haya seguido una circulación regular. Correlativamente, el emisor no puede exigir a quien le presenta el título para que efectúe la prestación consignada en el mismo, ninguna otra prueba fuera de aquélla que consiste en la exhibición del documento. Como consecuencia, no es necesario que la adquisición del título haya sido regular, legal y ajustada a los principios establecidos por el derecho. Esta característica surge precisamente de la categoría a que pertenece el título al portador.

En los títulos al portador, se realiza plenamente el concepto de la incorporación del derecho al documento. Se adquieren por la simple tradición, otorgando al adquirente, el derecho de exigir la prestación consignada en el texto del documento.

Los elementos constitutivos del título al portador, pueden resumirse de la siguiente manera:

1o) Un documento en el que se expresa la promesa de una prestación futura.

2o) Debe de obligarse al emisor a realizar la prestación a favor de la persona que le presente el documento para ejercer el derecho que confiere el mismo. Es decir, que la prestación se otorgará precisamente al portador del título.

Hay autores que definen esta clase de valores mobiliarios, como "aquellos que se transmiten por la sola tradición del documento".

Así tenemos que Cervantes Ahumada da el siguiente concepto de títulos al portador: "Son aquéllos que se transmiten cambiariamente por la sola tradición y cuya simple tenencia produce el efecto de legitimar al poseedor".

El Proyecto de Código de Comercio, elaborado por el Ministerio de Justicia, da el concepto siguiente de los títulos al portador: "Son títulos al portador los que no están expedidos a favor de persona determinada, contengan o no la cláusula al portador, y se transmiten por la simple entrega".

En mi concepto, es un error caracterizar el título al portador por la forma de transmisión del mismo, ya que la posibilidad de la circulación del documento mediante la simple entrega, es en realidad una consecuencia de los elementos diferenciadores a que he hecho referencia, que son los que caracterizan este tipo de valores mobiliarios.

A este respecto Agustín Vicente Guella, se expresa en los términos siguientes: "De atender únicamente al hecho de la circulación de un título, debería necesariamente de incluirse dentro de la categoría de títulos al portador, la letra de cambio endosada en Banco, la cual en esta circunstancia, reúne esta característica de la circulación".

No obstante el título al portador es aquél que reúne los requi-

sitos determinantes para la circulación, dado que su propiedad se transmite por el hecho único de la entrega; por la simple tradición. El título al portador, debido a las características que se han enumerado, satisface la exigencia fundamental en materia de valores mobiliarios, ya que el concepto económico de la circulación, adquiere por su medio un alcance jurídico preciso, distinto de la transmisión de los derechos reglamentados por el Código Civil.

Se entiende por circulación, la transmisión del derecho inmediato, es decir que el derecho es autónomo para los propietarios sucesivos del título. La circulación no tiene directamente por objeto el derecho, al contrario de lo que pasa con las transmisiones de los derechos que reglamenta el Código Civil sino que el objeto de la misma es el título. Sólo en esta forma es posible satisfacer las exigencias económicas del tráfico mercantil moderno.

La prestación que se incorpora en el título al portador, crea una vinculación jurídica entre una persona titular del derecho y otra obligada al cumplimiento de la prestación; los sujetos de esta relación jurídica se desconocen hasta el momento en que se hace efectiva la prestación consignada en el título, o sea hasta que el titular del derecho presenta el documento para exigir el cumplimiento de la prestación.

La aparición de los títulos al portador, se origina en el Derecho Francés. En ese derecho, se daba una importancia preponderante a la "charta", la que se consideraba como un cofre que contenía el derecho; el instrumento se concebía como una cosa mueble, sujeta a las reglas correspondientes y por tanto a la máxima "posesión vale título". Posteriormente, se introdujo en los instrumentos, las cláusulas al por

tador, por medio de la cual se les daba a los mismos la posibilidad de circulación de los derechos que conferían, sin limitación alguna con relación al número de transmisiones, para diferenciarla de los títulos a la orden, en los cuales hasta el siglo XVII sólo se admitía un endoso.

Partiendo de este principio, el portador se legitimaba como que si tuviere el derecho del acreedor originario y por tanto como regla se exigía, para el ejercicio del derecho consignado en el documento, la exhibición de otro documento denominado "willebrief", junto con la del título que consignaba la obligación.

A partir del siglo XII, se le reconoció al título al portador una posición independiente, de la relación subyacente; estableciéndose primero, la que se denominaba "cláusula alternativa al portador", por medio de la cual el deudor prometía pagar a una persona determinada o al portador. Posteriormente se introdujo la "cláusula puramente al portador". Los títulos al portador permitieron satisfacer una función que por la autonomía que se reconocía al tenedor de la misma, no podía sustituirse por el reconocimiento posterior de la credibilidad de los derechos, el cual era desconocido en el siglo XII, principalmente en el Derecho germánico.

Como consecuencia de que en el título al portador se consideraba suficiente para la legitimación del acreedor ante el deudor, por el hecho de la simple detentación del título, el deudor se ve obligado a pagar la prestación consignada en el documento, a la persona que le exhiba el título, sin indagar si es el titular del derecho consignado o si obra en representación de la persona del titular. En esta forma, la transmisión de los derechos representados en el título al portador no requiere

más formalidad que la entrega del documento y esto vuelve extremadamente fácil y rápida la circulación de esta clase de títulos y por lo que asume esta forma, principalmente los títulos emitidos en masa.

Es esencial para los títulos al portador, la tenencia material del título como elemento legitimador, con el objeto de hacer efectiva la prestación consignada en el documento; el efecto legitimario de esta posesión obra a favor del acreedor en cuanto éste no está obligado a presentar ni judicial ni extrajudicialmente ninguna prueba de su derecho, bastándole simplemente la presentación del título. Asimismo obra a favor del deudor, ya que éste se libera de su obligación pagando a quien tenga en su poder el título por él emitido, sin que de modo alguno pueda ser demandado posteriormente, aunque el pago efectuado se haya hecho a quien no era en realidad propietario del título. Los efectos legitimarios a favor del acreedor y a favor del deudor son inseparables de los títulos al portador.

No obstante, la doctrina mercantil alemana, diferencia entre títulos al portador perfectos y títulos al portador imperfectos. Los títulos al portador imperfectos son aquellos que no reúnen todas las características esenciales de legitimación y circulación propias de los títulos al portador. Los títulos imperfectos al portador o incompletos, son aquellos que otorgan efectos legitimarios a favor del deudor pero no a favor del acreedor, el acreedor está facultado para pagar a quien se presenta con el título emitido, pero no tiene obligación de hacerlo. Esta es precisamente la diferencia con los títulos al portador que denomina la doctrina alemana perfectos, ya que en estos la mera tenencia surte efectos de legitimación tanto a favor del deudor como del acreedor.

dor, en tal forma que el acreedor no tiene que justificar la adquisición del documento en forma legal, ni la capacidad de la persona quien se lo transmitió para poder disponer del mismo. En cambio, en los títulos al portador imperfectos, de la doctrina alemana, el deudor puede pedir a la persona que se presenta exigiendo el cumplimiento de la prestación que justifique por procedimientos diversos, la legitimidad de su condición de acreedor. En este tipo de títulos, la adquisición del documento no es suficiente para la perfección del derecho derivado del mismo, ya sea porque el deudor se ha reservado la facultad de constatar la legitimidad de la transmisión o porque se le pueden oponer al momento de presentar el documento, excepciones derivadas de hechos o circunstancias ajenas al contenido del título. Así por ejemplo, en los cupones de intereses de una obligación consignada en un título al portador, en el derecho alemán, no pueden satisfacerse al tenedor del documento, cuando el propietario del título, ha denunciado su oposición a que el pago se efectúe.

B) Títulos a la Orden.

Los títulos a la Orden, son valores mobiliarios por medio de los cuales el emisor se compromete a cumplir una prestación determinada a favor de una persona también determinada o sea el acreedor, o a quien ésta designe. En consecuencia, en esta clase de títulos, los documentos se emiten a favor del tomador, que se determina en el documento, otorgándosele la facultad de transmitir su derecho, mediante una nota puesta en el mismo título, en forma de una orden dirigida al deudor para que realice la prestación a favor de la persona designada en esa orden, la cual es denominada en el Derecho Mercantil "endoso",

Es decir, que la persona a favor de quien se extiende el título está autorizada a transmitirlo a otra por medio del endoso y de la entrega del documento. Ya que el endoso de por sí, no posee eficacia traslativa, necesitándose la tradición del título para completar la transferencia de la titularidad del derecho. Es preciso aclarar, que los títulos a la orden, no son valores mobiliarios típicos bursátiles, ya que su circulación ofrece dificultades tal como hemos dicho anteriormente, que únicamente se consideran títulos bursátiles aquéllos seriales, o sea emitidos en masa, que confieren los mismos derechos e imponen las mismas obligaciones a todos los que sean tenedores de los documentos.

C) Títulos Nominativos.

Los títulos nominativos son aquellos documentos en los cuales se designa la persona del titular específicamente por su nombre, siendo ésta la única que puede exigir la prestación consignada en el documento. En este tipo de documentos, la entrega del título es imprescindible para la transmisión del derecho consignado, pero no es suficiente por sí misma, ya que el nuevo propietario o sea el adquirente del título debe de registrar su nombre en los libros que al efecto debe de llevar la entidad emisora, la cual por lo general emite un certificado de propiedad.

El título nominativo es la prueba del derecho que en el documento se consigna, derecho que se le confiere al titular, pero el derecho existe de por sí, independientemente del título en el cual el derecho se hace constar. Antes de que se haga la inscripción, en el registro que lleva el ente emisor, la transmisión de la propiedad - la cesión del derecho - tiene valor entre las partes contratantes, pero no frente

al emisor, ni aun ante los terceros acreedores del cedente. En consecuencia, la formalidad de la inscripción es un requisito esencial en cuanto se estima accesoria del negocio jurídico de transmisión del título, es decir es un efecto de la adquisición del mismo.

Las características de los títulos nominativos son las siguientes:

1o) Deben de contener el nombre de la persona que tiene el derecho para exigir la prestación consignada en el documento.

2o) El sujeto designado en el documento es decisivo para el cumplimiento por parte del deudor de la prestación consignada en el título, ya que éste o sea el emisor del título no puede satisfacer la prestación a persona distinta de la designada en el documento.

3o) El título nominativo se transfiere, salvo que se excluya esta condición, como todos los títulos de crédito, pero es necesaria para la perfección de la transmisión del mismo, que el nombre del adquirente se notifique al deudor o sea al emisor de los títulos, el que lleva un registro para tal efecto.

4o) Únicamente la persona designada en el título, o aquella a cuyo nombre esté extendido puede transferirlo a terceros y efectuar válidamente los actos de disposición.

D) Títulos Mixtos.

Esta es una categoría especial de títulos bursátiles, los cuales son nominativos en cuanto al capital que representan y al portador en cuanto a los cupones de la rentabilidad que producen.

Me referiré ahora a los títulos que son específicamente objeto de contratación bursátil:

a) La acción.

La función económica asignada a la Sociedad Anónima en el mundo financiero moderno, está determinada por la movilización económica de las diversas aportaciones que constituyen su capital social, en vista que ésta - la sociedad - para lograr el objetivo asignado a la misma, requiere de recursos financieros que superan las disponibilidades del ahorro individual. Esta función, presupone la limitación de responsabilidad de los partícipes de la misma y la fragmentación de su capital en documentos susceptibles de circulación.

Como consecuencia de que la participación del inversionista en la Sociedad Anónima, se incorpora en documentos transferibles, esto le permite a la sociedad, la absorción del ahorro de diversas personas, lo que trae como consecuencia la facultad de llevar a cabo cambios en las personas de los socios, sin tener que recurrir a las modificaciones del pacto social. De esto deriva la facilidad otorgada al inversor potencial, de poder utilizar esta concesión y ser sustituido por otros inversores, en el caso de necesidades financieras que compelan al inversor original, a realizar la liquidez de su inversión, la cual, se ha materializado específicamente, en los documentos circulantes que forman el capital de la Sociedad Anónima.

De acuerdo con la doctrina clásica, elaborada por el jurista alemán Renaud y aquella elaborada por Rodolfo Fisher, en su obra "Las Sociedades Anónimas, su Régimen Jurídico", la palabra "acción", tiene diversas acepciones las que pueden significar:

- a) Una parte alícuota del capital de la sociedad.
- b) La condición del socio, es decir, el conjunto de derechos y

obligaciones conferidos al accionista por el hecho de poseer el título accionario, o sea el derecho que tiene el partícipe en la Sociedad Anónima a una porción del capital, o sea lo que le corresponde en relación con la aportación que ha verificado tendiente a formar el capital de la sociedad y al mismo tiempo, el documento que acredita el "status" que tiene el inversor, como miembro de la corporación.

c) La acción como un títulovalor, título de crédito o como hemos preferido denominar a esta clase de documentos circulantes, un valor mobiliarios.

Es necesario aclarar, que dada la evolución actual de la Sociedad Anónima, y las proyecciones que ésta representa en el mundo financiero moderno, el partícipe en la Sociedad Anónima tiene una apariencia jurídica de socio, pero desde el punto de vista financiero, este no es más que un suministrador de capital líquido, a quien lo impulsa el objeto primordial de obtener un rendimiento de la inversión que realiza.

La acción considerada bajo el aspecto de ser una fracción del capital de la Sociedad Anónima, es decir, una parte alícuota del capital social, necesariamente debe de tener un valor nominal, ya que representa una suma de dinero que es parte del capital con el que gira la Sociedad Anónima.

En la evolución económica de la Sociedad Anónima y en la posición que ésta tiene en la economía dineraria moderna, la suma o el valor nominal de la acción, no representa el precio que el inversor ha pagado por el título, es decir, la inversión realizada desde el punto de vista material por el inversor, en el capital de la Sociedad Anónima.

Nace como consecuencia de esto la contraposición entre el valor nominal de la acción y el valor efectivo de la misma, o sea, el valor en dinero que el título representa como parte del capital social y aquel desembolso de capital líquido realizado por el inversor, con el objeto de que entre a formar parte de su cartera, el título accionario. En esta forma, el valor de emisión o sea, la cantidad de dinero que el suscriptor debe de enterar por la acción puede ser superior al valor nominal de la misma, conociéndose este valor superior al nominal como "prima de emisión".

La mayoría de las legislaciones de los diversos países no determinan cuál debe ser el valor nominal de la acción. En cambio, hay legislaciones que fijan una cantidad mínima, tal es el caso de Costa Rica, Honduras, Grecia, Noruega. En Alemania, se ha fijado como valor nominal mínimo la suma de 100 marcos, en Francia de 10.000 francos, en Suiza de 100 francos, en Suecia de 50 coronas.

Nuestro Código de Comercio, no determina ningún valor nominal fijo para las acciones, preceptuándose en el inciso último del art. 244, que el valor nominal de las acciones será fijado por los socios fundadores en junta general, pero sí se establece, la igualdad del importe nominal de las acciones al determinar en el inciso lo. del art. 244 que el capital de las Sociedades Anónimas, constituido en dinero o en valores de cualquier naturaleza, estará siempre representado y dividido en acciones de igual valor, pudiendo no obstante un mismo título representar más de una acción.

En el Proyecto elaborado por el Ministerio de Justicia, sí se determina un valor mínimo de acción, estableciéndose que éste será de

₡ 5.00 ó de múltiplos de ₡ 5.00.

En cuanto a que el valor nominal de las acciones sea superior al precio que desembolsa el accionista, o sea que la emisión de acciones se haga a un precio inferior al valor nominal, está prohibida en la mayoría de las legislaciones.

La ley inglesa admite la emisión de acciones a un precio inferior al valor nominal, las cuales son denominadas en el derecho británico "shares at a discount", pero, para hacer la emisión en estas condiciones, la sociedad debe de llenar los requisitos siguientes:

1o) Que la decisión tomada por la asamblea general sea confirmada por el tribunal mercantil correspondiente.

2o) Que dicha decisión determine un máximo en la disminución del precio.

3o) Que la emisión se lleve a cabo después de que haya transcurrido un año contado a partir del día en la que la sociedad ha dado principio a sus operaciones.

4o) Que las acciones se emitan en el plazo de un mes a partir de la fecha en que sea confirmada la resolución por el tribunal o dentro del plazo que éste fije.

Estas condiciones están contenidas en el art. 57 del Companies Act. de 1948.

Tal como dije al principio, la mayoría de las legislaciones determinan la necesidad de un valor nominal para las acciones con la excepción, que del derecho norteamericano, en el cual son permitidas las "non par value shares". Término que equivale, "A acciones sin valor a la par". Este tipo de acciones no lleva incorporado, ni tienen a-

signado en forma fija y predeterminada, el monto de la obligación contributiva del inversor que la suscribe. Se les define como "la parte del capital de una sociedad anónima, que sin tener asignado por los estatutos o por la escritura constitutiva un valor escrito en dinero, representan el número de partes alícuotas que corresponden a su titular en el capital de la sociedad".

No obstante, que este tipo de acciones son conocidas desde muy antiguo, en los países regidos por el Common Law, el estado de Nueva York las reglamentó en el año de 1912.

Se considera que este tipo de acciones facilitan la formación correcta de la cuenta de capital en las Sociedades Anónimas que tienen un activo difícil de justipreciar en dinero.

Las ventajas que proporcionan este tipo de acciones son las siguientes:

- a) Le dan más precisión y tienden a mejorar el sistema de evaluación de los aportes.
- b) Facilitan la financiación en los casos de aumentos de capital.
- c) Tienden a resolver el problema en las evaluaciones de las aportaciones en especie.

La esencia del sistema consiste en que suprimiendo de los títulos accionarios el valor nominal de los mismos, que no representa nada efectivo, pues su mención no tiene ninguna utilidad, en vista de la diferencia entre el valor nominal y el valor efectivo, no se induce al accionista suscriptor en el error que pueda tener en relación con el valor real de los títulos. Desconociendo este valor, será él quien tra

tará de determinar por sí el valor real, basándose en el valor intrínseco y financiero del título, el se obtiene de acuerdo con los cursos del tráfico bursátil. Esto constituye la base para un criterio más firme que la ilusoria y arbitraria determinación de un valor nominal. Las acciones sin valor nominal constituyen una fracción del activo social y no un valor fijo. No garantizan el valor de los bienes aportados como una contraprestación de los beneficios sociales.

Este tipo de acciones, no pueden tener aplicación en nuestro medio, debido a la prohibición contenida en el Código de Comercio, en el que necesariamente las acciones deben de tener un valor nominal. Lo mismo en el Proyecto de Código de Comercio elaborado por el Ministerio de Justicia, no se considera este tipo de acciones que podrían dar una circulación mayor y más relevancia a la negociación bursátil.

De la acción se deriva un conjunto de derechos y obligaciones que corresponden al tenedor del título.

La doctrina mercantil alemana, considera la condición jurídica del accionista como "mitgliedschaft", la que en sentido general significa, "la atribución de la calidad de miembro de una asociación".

La doctrina mercantil italiana, y en especial Ascarelli, considera la condición de accionista como un "status", es decir "un conjunto de derechos y obligaciones conferidos e impuestos a una persona, como consecuencia de su participación en una colectividad".

Garrigues dice: "Que la acción concede un derecho núcleo - el derecho de ser socio - que se descompone luego en un haz de derechos subjetivos de naturaleza personal - voto - y patrimonial - beneficios y cuota de liquidación".

Independientemente de la naturaleza que se le atribuya al derecho accionario, lo cierto es que de la acción derivan derechos y obligaciones, los cuales son indivisibles frente a la sociedad emisora, o sea que los copropietarios de estos títulos, no están facultados a ejercitar sus derechos individualmente frente a la sociedad. Este principio básico, se encuentra reglamentado en nuestro Código de Comercio, en el inciso último del art. 246.

Puede decirse que la acción tiene carácter patrimonial, pero esto no significa que todos los derechos que derivan de la misma pueden estimarse en una suma de dinero, por ejemplo, nadie puede justipreciar el derecho de voto, pero hay derechos tales como la participación en el patrimonio social y el derecho a que se repartan los beneficios obtenidos por la sociedad, el que se reduce a la percepción de los dividendos correspondientes, que si gozan precisamente de ese carácter patrimonial. Estos derechos, se otorgan y se hacen efectivos sin consideración personal o sea sin consideración a la persona individual del accionista. En consecuencia, podemos decir que las acciones son títulos complejos, comprensivos de diversas clases de derechos, los cuales facultan al titular de los mismos a exigir diversas clases de prestaciones y que atribuyen al tenedor legítimo de las mismas, los derechos inherentes a la condición de socio.

Dentro de las obligaciones que derivan de la condición de accionista, está la relativa al pago de las acciones suscritas, las cuales no estén totalmente liberadas.

Ahora bien, la acción se refiere precisamente a la condición de accionista de la Sociedad Anónima y no directamente a los derechos

patrimoniales o extrapatrimoniales que le pertenecen a los accionistas, ya que éstos, los derechos y las obligaciones, derivan precisamente de la condición de socio de la Sociedad Anónima, pudiendo varios de los derechos, circular independientemente, como es en el caso de los cupones relativos a los dividendos. Lo mismo ocurre con respecto a la obligación impuesta al accionista de pagar las acciones suscritas, la cual perdura independientemente de la titularidad de la acción, principio que está contenido en el art. 249 de nuestro Código de Comercio.

Los derechos del accionista son los siguientes:

- a) El derecho al dividendo.
- b) El derecho a la cuota de liquidación.
- c) El derecho al voto.

Estos derechos se encuentran establecidos y preceptuados por la mayoría de las legislaciones, con excepción de los países germánicos y aquéllos sujetos a las prescripciones del Common Law, en los cuales una Sociedad por acciones puede tener finalidades no lucrativas y entonces en éstas no existe el derecho al dividendo. En cuanto al derecho de voto, este no puede considerarse esencial a la condición de accionista, ya que puede darse el caso de acciones que no tengan derecho al voto, pero, es esencial a la Sociedad Anónima, ya que no obstante que existan accionistas sin voto, éstos no pueden representar la totalidad de las acciones, en vista que es inconcebible una Sociedad Anónima en la cual todos los accionistas estén privados del derecho de voto.

Otro de los derechos del accionista, es el derecho de preferencia para la adquisición de nuevas acciones en caso de aumento de capi-

tal, o sea la suscripción de las nuevas acciones y el otro, el derecho de receso.

A) Derecho de dividendo.

Este es un derecho esencial del accionista, del cual no puede ser privado de modo absoluto, no obstante que puede ser objeto de limitaciones y de restricción. En las sociedades no lucrativas a que he hecho referencia, las cuales se encuentran reglamentadas en los Estados Unidos de Norte América, el derecho del dividendo no es esencial a la condición de accionista en este tipo de sociedades.

Las limitaciones a que puede estar sujeto el derecho de dividendo pueden reducirse a las siguientes:

1o) El accionista no tiene derecho a percibir la parte proporcional de todos los beneficios netos obtenidos por la sociedad, en vista que es un principio universalmente admitido, la formación de reservas legales, estatutarias y voluntarias, así como aquellas reservas denominadas de previsión, las cuales son determinantes para la buena marcha de los negocios en las sociedades anónimas que exploten la rama bancaria o la rama del seguro.

2o) Asimismo, el accionista no tiene derecho a la parte proporcional del capital aportado, ya que se admite la desigualdad o desproporción en la participación de los beneficios.

Ambos principios están reconocidos en nuestra legislación en los arts. 242 inciso 2o., 253, 254, 265 del Código de Comercio y en el art. 8 literal g) de la Ley de Inspectoría de Sociedades Mercantiles y Sindicatos.

En cuanto a la determinación de los dividendos a percibirse

por acción, generalmente, esta facultad en el derecho continental europeo e inglés, corresponde a la Junta General de Accionistas, la cual toma determinaciones sobre las aprobaciones del balance de la Sociedad y con respecto a los dividendos a distribuirse. En cambio, en los Estados Unidos de Norte América, la decisión en cuanto a los dividendos a distribuirse es atribución exclusiva del Consejo de Administración o Junta Directiva.

La distribución de dividendos no tiene más restricciones, que aquélla que prohíbe la distribución de beneficios ficticios; prohibición que está contemplada en el art. 274 del Código de Comercio.

Nuestro Código de Comercio, que sigue o está inspirado en el sistema continental europeo, la decisión en cuanto a los dividendos a distribuirse por cada título corresponde a la Junta General de Accionistas de conformidad con el art. 272 del Código de Comercio.

B) Derecho de Voto.

En cuanto al derecho de voto las legislaciones se dividen en aquellas que lo consideran como un derecho esencial a la condición de accionista y aquellas que consideran que este derecho no es esencial e inherente a la condición de accionista. Así por ejemplo, en el Sistema Francés, el derecho de voto es esencial e inherente a la calidad de accionista; en cambio en el Derecho Anglonorteamericano, los estatutos y el pacto social pueden privar de este derecho a determinadas categorías de accionistas.

Siguiendo la división antes anotada las legislaciones de los diversos países pueden clasificarse de la manera siguiente:

1o) Aquellas que admiten las acciones sin voto, entre las cuales se encuentran Inglaterra, Estados Unidos de Norte América, Alemania, Portugal, Japón, Canadá, Argentina, Panamá, Brasil, Paraguay, Uruguay y Filipinas.

2o) Legislaciones que no admiten la acción sin voto por considerar el derecho de voto como esencial, inherente e irrenunciable a la calidad de accionistas. Este sistema es seguido por España, aun por la nueva Ley que reglamenta las Sociedades Anónimas promulgada en el año de 1951; asimismo es el seguido por nuestro Código de Comercio; principio que está contenido en el art. 269 del mismo Código.

3o) Legislaciones que admiten la existencia de acciones de voto limitado. En este tipo de legislaciones, se admite que ciertas categorías de acciones, en términos generales, no tienen derecho a voto excepto cuando se trata de deliberaciones especialmente determinadas por la ley. Tal es el caso de las legislaciones italianas, mexicana y hondureña.

En este sentido, el art. 113 de la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicanas preceptúa: "Cada acción sólo tendrá derecho a un voto; pero en el contrato social podrá pactarse que una parte de las acciones tengan derecho de voto solamente en las asambleas extraordinarias que se reúnan para tratar los asuntos comprendidos en las fracciones primera (prórroga de la duración de la sociedad), segunda (disolución anticipada de la sociedad), tercera (cambio de objeto de la sociedad), cuarta (cambio de nacionalidad de la sociedad), quinta (transformación de la sociedad), sexta (fusión con otra sociedad) del art. 182".

El art. 147 del Código de Comercio de Honduras preceptúa:

"Cuando el capital social, sea superior a medio millón de lempiras podrán establecerse restricciones al derecho de voto de determinadas acciones; pero en ningún caso se les privará del mismo en las asambleas extraordinarias que se reúnan para modificar la duración o la finalidad de la sociedad; transformarla o fusionarla con otra; establecer el domicilio social fuera de la República, o acordar la emisión de obligaciones".

En cuanto a nuestro Proyecto de Código de Comercio, elaborado por el Ministerio de Justicia, se hacen las siguientes apreciaciones:

1o) El art. 160 del Proyecto citado, preceptúa "Que en la escritura constitutiva se puede establecer la emisión de acciones preferidas de voto limitado, las cuales no votarán en las juntas ordinarias, sino en las extraordinarias exclusivamente.

2o) En contraposición al principio anteriormente relacionado, el art. 169 del Proyecto, preceptúa que se prohíben las limitaciones al derecho de voto al establecer: "Es nulo todo pacto que restrinja la libertad de voto, salvo que la escritura constitutiva, limite el voto de las acciones que no estén totalmente pagadas".

3o) El art. 170 del Proyecto citado establece: "La escritura constitutiva y sus modificaciones no podrán privar a los accionistas de los derechos que la ley o el pacto social les concede a no ser que esté expresamente prevista la posibilidad de su limitación o supresión.

De los preceptos antes citados se concluye que en el Proyecto de Código de Comercio, en términos generales se prohíbe la emisión de acciones de voto limitado, autorizándose exclusivamente para aquéllas que no estén totalmente libradas.

Considero que estas contraposiciones que tiene el Proyecto de Código de Comercio elaborado por el Ministerio de Justicia, deben de ser superadas en caso de que éste llegue a convertirse en ley de la República y me permito abogar especialmente, por que se adopte el sistema a que primeramente se ha hecho referencia, o sea el de aquellas legislaciones que admiten las acciones sin voto, porque en esta forma, se puede llegar a interesar precisamente a las Sociedades Anónimas a que distribuyan parte de sus acciones entre el público inversor, sin el temor que éstos puedan llegar a influir en las decisiones de administración de la sociedad y en esta forma poder llegar a que todos aquellos que tengan ahorros disponibles puedan convertirse en accionistas de las Sociedades Anónimas que impulsan el desarrollo económico nacional.

C) Derecho de Prioridad del Accionista.

Es un derecho preferencial, que se concede al accionista para poder adquirir preferentemente las nuevas acciones que se emitan en caso de aumento de capital de la sociedad, en proporción a aquellas que tenga en cartera en el momento de decretarse el aumento de capital. Este es un derecho reconocido por el uso normativo mercantil, en la mayoría de las legislaciones en las cuales no se encuentra consignado expresamente en la ley, como en el caso de nuestro Código de Comercio. Este derecho está expresamente reconocido en el art. 157 y en el numeral 6o. del art. 194 del Proyecto de Código de Comercio elaborado por el Ministerio de Justicia, en caso que no haya pacto expreso en contrario.

D) Derecho en Receso.

El derecho de receso, es la facultad conferida al accionista, para que en determinados casos, éste pueda retirarse de la sociedad percibiendo el valor en efectivo de sus acciones. Generalmente, el valor es reembolsado de acuerdo con el último balance de la sociedad o según como se establece en las legislaciones de Dinamarca, Suecia y Noruega, dicho valor se determina mediante arbitraje.

Las legislaciones que confieren este derecho al accionista son las de Argentina, Nicaragua, Venezuela, Paraguay, Uruguay, Brasil, Dinamarca, Noruega, Italia, España, Filipinas, Japón, Suecia y Finlandia.

Este derecho está prohibido específicamente en nuestra legislación en el art. 254 del Código de Comercio, el que preceptúa: "Los accionistas no pueden exigir que la compañía les devuelva el valor de sus aportes y no tienen otro derecho a este respecto, mientras la sociedad subsista, que el de percibir la ganancia líquida con las limitaciones que la ley o el contrato social establezcan".

E) Derecho a que se le extienda el título representativo:

El derecho del accionista, a que se le extienda un documento para poder acreditar su condición de socio en la Sociedad Anónima, es un principio universalmente admitido en el derecho mercantil.

En este sentido es que se considera la acción como valor mobiliario, títulovalor o título de crédito, o sea el documento que la Sociedad extiende a favor del accionista con el objeto que pueda acreditar su condición de tal. En consecuencia, únicamente se puede considerar la acción como valor mobiliario, hasta que la Sociedad Anónima ha emitido

do los documentos correspondientes, ya que, antes de que éstos se emitan, es al socio al que pertenecen los derechos que la calidad de accionista confiere, así como las obligaciones que trae aparejada su situación como partícipe de la Sociedad; pero esta calidad de socio, no está incorporada a un documento susceptible de circulación.

La calidad de valor mobiliario, otorgado a la acción, es precisamente por la función económica que a la misma le corresponde, la cual por su propia naturaleza está destinada a la circulación y a la negociación de las participaciones sociales. En este sentido, la acción es un documento negociable, que representa un derecho mobiliario, independientemente de la calidad de inmueble o mueble que tenga la consistencia del fondo social.

La acción considerada bajo este aspecto, en los países como el nuestro, que se inspiran en el sistema continental europeo es un documento negociable. En cambio, en aquellos países regidos por el Common Law no lo es, ya que, como hice referencia anteriormente, el instrumento negociable del Derecho Anglonorteamericano, se refiere a aquellos documentos que llevan íncita la prestación de una suma de dinero. En este derecho, del Common Law, la acción es un bien mueble, pero no un título negociable. En Gran Bretaña, la acción es nominativa, aunque la ley autorice la emisión de certificados al portador. Para emitir certificados al portador se requiere de autorización previa, que raramente se concede.

En los Estados Unidos, la acción tampoco es un título negociable, sino que nominativo y su transmisión no se rige por la ley de los instrumentos negociables, la "Negotiable Instruments Law", la cual es

tá inspirada en el "Bill of Exchange Act" de Inglaterra, sino que se rige por la "Uniform Stock Transfer Act" que reglamenta especialmente la transmisión de las acciones.

Al indicar, que la acción es un documento negociable, quiero significar, que su transmisión, su circulación, no se somete a las reglamentaciones legales de la cesión de créditos, tanto en el aspecto formal como en cuanto a la oponibilidad de las excepciones, en vista que el comprador de las acciones adquiere un derecho liberado de toda acción eventual que la Sociedad pueda tener, derivada de las relaciones que ésta haya tenido con los anteriores propietarios de la misma, excepto el derecho de la Sociedad Anónima de reclamar al accionista cuando la acción no esté totalmente liberada, derecho que está contemplado en el art. 249 de nuestro Código de Comercio.

De acuerdo con las características a que he hecho referencia de los títulosvalores o títulos de crédito, la acción puede clasificarse como un título típico o nominado, el cual se encuentra determinado en nuestra legislación en el art. 244 del Código de Comercio.

La acción es un título personal, corporativo o de participación, cuya función primordial es la de atribuir a su titular la calidad de socio de una Sociedad Anónima. Es un título que no incorpora propiamente un derecho de crédito, sino un complejo de derechos, facultades y obligaciones que son inherentes a la condición de partícipe de la Sociedad Anónima. El documento únicamente, acredita la condición de socio de una persona, lo que equivale a que su posición, los derechos y obligaciones que comprende el título en referencia se desprenden precisamente del acto constitutivo de la sociedad. La literalidad, es correlativa a la cua

lidad de partícipes de la sociedad anónima, ya que, los derechos y obligaciones que derivan de la calidad de socio, son personales, son derechos que se tienen contra la sociedad y no contra el patrimonio social. La literalidad, entendida en el sentido de la documentación de las relaciones obligatorias entre el tenedor del título y la sociedad, se rigen exclusivamente por lo consignado en el título, es decir, el tenor del título, en consecuencia, la acción es el documento necesario para el ejercicio del derecho que se relaciona en el documento; la presentación de la acción es un requisito indispensable para poder ejercer los derechos relativos a la condición de socio; el tenedor de la acción, conforme a la ley de la circulación de los títulos valores o títulos de crédito, se legitima como accionista, con la presentación del título. Es decir, que la presentación del título es el principio dominante para la titularidad de las acciones consideradas como valores mobiliarios.

Ahora bien, esta literalidad de la acción difiere totalmente de la incorporación, característica de los títulos llamados constitutivos, porque, esta característica de la incorporación es preponderante para la función circulatoria atribuida a los mismos, ya que produce una relación íntima entre el documento y el derecho documentado. La incorporación adquiere una fisonomía propia en los títulos de participación, tal como es la acción. Es un título incompleto, ya que para conocer plenamente los derechos derivados de la acción es requisito indispensable, hacer referencia al acto constitutivo de la sociedad y a las modificaciones del pacto social. En consecuencia, no es propio decir que incorpora la condición de socio, sino que lo correcto es afirmar, que lo que incorporan son aquellos derechos que corresponden a la fracción del capi

tal social que representa el título, fracción determinada por el valor nominal, o sea el valor de la acción, que está indicado en el título y que asimismo, se incorporan los derechos que confieren el ejercicio de aquellos que se le conceden a los socios. Esto no es lo mismo, que decir, que incorpora un "status" o cualidad de socio, porque el accionista no pierde la condición de socio, cuando la sociedad anónima no ha emitido las acciones o sea los títulos.

En cuanto a la sustantividad del documento, es un título principal, al cual pueden adicionarse otros títulos accesorios, como por ejemplo: el cupón para el cobro de dividendos, o aquel que acredita los derechos de suscripción de nuevas acciones.

En cuanto a la eficacia procesal, la acción es un documento incompleto, ya que el título por sí no sirve para el ejercicio de los derechos crediticios que incorpora, como por ejemplo: cobrar los dividendos decretados o la parte proporcional del activo de la sociedad, al efectuarse la liquidación de ésta, ya que para el ejercicio de los mismos es necesario el acta de asamblea general ordinaria de accionistas en las cuales se hubiere decretado el dividendo a percibirse por acción y los documentos elaborados por los liquidadores en el caso de liquidación de la sociedad.

En cuanto a la causa, es un título concreto o causal, ya que siempre está relacionado con la escritura constitutiva de la sociedad de la cual derivan todos los derechos que se acreditan. En la acción no se perfila la característica de la abstracción, precisamente por tratarse de un título de participación y que el concepto de la abstracción, es una característica propia de los títulos denominados completos, cuyo prototipo es la letra de cambio.

En este sentido, la doctrina alemana designa a las acciones como títulos dno constitutivos en cuanto que el derecho del accionista no deriva de la escritura que lo acredita, sino de la inscripción en el libro de registro de socios y las acciones, en caso de aumentos de capital, del acuerdo consignado y tomado por la asamblea general de accionistas. La documentación del derecho, no es por consiguiente comitante con el nacimiento del derecho documentado, sino que posterior.

Hay autores que sostienen que la subordinación del titular de la acción a la disciplina del socio de una sociedad mercantil, y la subordinación de sus derechos a las cláusulas del estatuto y a las deliberaciones de la asamblea general de accionistas, en los límites de su validez, no son suficientes por sí para considerar la acción como un título causal. En este sentido, Ascarelli considera que "las acciones, más que ser títulos causales, son un negocio de determinación, que exige la capacidad y la forma necesaria correspondiente a los negocios que tratan de conseguir directamente los efectos que fijan en los mismos, pero que eventualmente se funda ex novo. Los efectos del negocio tendrían como consecuencia la fecha de la conclusión del mismo y no aquella en que nace la relación determinada".

Pero lo afirmado por Ascarelli no es cierto, ya que si la sociedad está autorizada a negar el reconocimiento de los derechos al socio que no ha liberado sus acciones totalmente, esto significa que el derecho no es abstracto, ni proviene de un negocio autónomo de declaración, sino que necesariamente se relaciona con la causa del negocio de la sociedad y con los acuerdos eventuales, tomados por la asamblea ge

neral de accionistas, los cuales no están indicados en el título.

En cuanto a la función económica es un título típico de especulación, o sea de renta variable, en vista que el tenedor de las acciones no puede determinar con certeza cuál será el rendimiento de su inversión, ya que este rendimiento depende directamente del resultado financiero de las negociaciones de la sociedad anónima y de los acuerdos tomados por la asamblea general de accionistas en cuanto a la distribución de dividendos, La acción, es un título típico de renta variable bursátil. Es un valor de bolsa, cuyas alzas y bajas se fundan precisamente en la situación financiera de las Sociedades emisoras.

En cuanto a la forma de circulación o de designar el titular de la misma, éstas pueden ser: al portador, nominativas y a la orden; si bien es cierto, que nuestro ordenamiento legal y el de la mayoría de los países, no admite la acciones a la orden, sí hay países que admiten este tipo de acciones, por ejemplo, en Alemania en las cuales las acciones son transferibles por endoso, no obstante de que la ley se refiera a ellas como acciones a nombre, pero esto no implica que sean acciones nominativas, porque de conformidad con el art. 61 de la ley promulgada en el año de 1937, esta clase de títulos está sometido a las prescripciones dictaminadas sobre la letra de cambio.

Las legislaciones, que admiten expresamente las acciones a la orden, son las de Argentina, Chile, Paraguay, Uruguay.

En cuanto a las diversas clases de acciones, estas pueden ser:

Nominativas o al portador, las cuales están autorizadas en nuestra legislación precisamente en el art. 244 de nuestro Código de Comercio.

En cuanto a la naturaleza de las aportaciones, las acciones pueden ser en numerario o en especie, las que son denominadas por la doctrina mercantil francesa "actions d'apport", expresión que no da un significado distinto a aquellas de en numerario, ya que este tipo de acciones son también de aportación. Estas clases de acciones, están contempladas en nuestra legislación en el art. 231 numeral 6o, de nuestro Código de Comercio.

Asimismo las acciones pueden ser liberadas y no liberadas o liberadas parcialmente, clases que están reconocidas en el art. 244 y 252 de nuestro Código de Comercio.

En cuanto al precio de adquisición de las acciones, éstas pueden ser acciones con prima, acciones a la par o acciones bajo de la par. Es necesario aclarar, que la acción con prima es una cosa distinta de las llamadas acciones de prima, o sea aquéllas que se atribuyen como una especie de donación, sin que la sociedad perciba ninguna compensación dineraria por la misma.

Acciones de Fundador. En cuanto a las personas a quienes se atribuyen los títulos, las acciones pueden ser de fundador, las cuales se otorgan como recompensa a los fundadores de la sociedad anónima aunque, lo que se les otorga en realidad son títulos que no son accionarios, denominadas partes o bonos de fundador o partes beneficiarias.

Acciones de goce o de disfrute. Estas acciones nacieron en la doctrina mercantil francesa y son denominadas "Action Djouissances". Este tipo de acciones se les confiere a aquellos accionistas cuyos títulos han sido amortizados sin reducirse el capital social. Han tenido gran difusión en Francia, no obstante no estar reglamentadas por la ley.

Este tipo de acciones confieren los mismos derechos que los que tienen las acciones ordinarias, tales como el derecho de voto y también el derecho a un dividendo después que se hayan repartido los dividendos a las acciones no amortizadas.

La concepción germánica de este tipo de títulos, difiere de la francesa, ya que los títulos equivalentes de la fórmula francesa en el Derecho Alemán no son acciones, sino más bien derechos de goce o de disfrute, denominados "Genuschein", son únicamente derechos patrimoniales, en forma tal, que cuando se emite un certificado de estos derechos, el titular no es socio de la sociedad ni puede por consiguiente ejercer el derecho de voto. Esto no obsta para que dichos certificados puedan emitirse a favor de titulares de acciones que han sido amortizadas al reducir el capital o de aquellas que se han amortizado cuando las utilidades sean suficientes y lo permitan. Puede ocurrir que en lugar de amortizar las acciones la sociedad anónima, emita certificados de goce. En este caso, si pueden asemejarse, en la concepción germánica, a las "actions djuissanc", pero sin conferir el derecho de voto, ni la condición de socio.

Acciones de protección. Las acciones de protección o de previsión, nacidas en la práctica alemana y denominadas "Vorratsktien", son aquellas cuyo titular es un tercero, pero que pertenecen a la sociedad, ejerciendo este tercero el derecho de voto según las instrucciones que le giren los administradores de la Sociedad Anónima. En esta forma, los administradores pueden controlar más fácilmente la sociedad, disponiendo del voto de acciones que se han liberado parcialmente. Facilita los aumentos de capital sin tener que recurrir a las modificaciou

nes de la escritura consitutiva.

En los Estados Unidos de Norte América, se han introducido las llamadas "Employee Shares". Es un sistema para atribuir acciones de la sociedad a los empleados de la misma, pero no gratuitamente como las denominadas "acciones de trabajo", sino que se les ofrecen en venta, aunque sea en condiciones especiales, ya sea a un precio más reducido o ya sea de que pueden pagar su importe a plazos.

Treasury Shares. Este tipo de acciones, prolifera en los Estados Unidos de Norte América, y en Inglaterra. Son aquellas que adquiere la propia sociedad, pero que en lugar de anularlas las conserva en cartera para negociarlas en Bolsa. Mientras pertenecen a la sociedad, no gozan el derecho de voto ni aun del derecho de dividendos.

En cuanto a los derechos que confieren, las acciones pueden ser ordinarias y privilegiadas.

Son acciones preferentes o privilegiadas, aquellas a las que se les confiere derechos o privilegios que no tienen los otros tipos de acciones o sea las acciones ordinarias. En la práctica, estas acciones privilegiadas, llevan una desventaja, de suerte que ambas categorías de acciones, en ciertos aspectos pueden considerarse privilegiadas en relación con las otras.

Por ejemplo, cuando las acciones privilegiadas gozan de una preferencia en la distribución de beneficios, por lo regular, carecen del derecho de voto, que tienen las acciones ordinarias, o gozan de un derecho de voto limitado a ciertas deliberaciones previstas por la ley, tal como he hecho referencia anteriormente. Estos tipos de acciones, son reconocidos en el Derecho Norteamericano con los nombres de

"Common Shares", "Preferred Shares" o "Common Stock" y "Preferred Stock".

En nuestro derecho, este tipo de acciones, están reconocidas específicamente en el inciso 2o. del art. 242 y en el art. 254 del Código de Comercio, pero se refieren, exclusivamente a preferencias de carácter económico.

Así como ocurre en nuestro Código, si bien es un principio generalmente admitido, que se pueden conferir privilegios a determinados tipos de acciones, no todas las legislaciones admiten toda clase de privilegios. Los privilegios pueden ser, ya sea de orden económico o de orden político. Los privilegios de orden económico, se refieren generalmente a los beneficios o a la cuota de liquidación, las cuales son admitidas por lo general en casi todas las legislaciones. En cambio, aquellas acciones que otorgan privilegios de orden político, precisamente privilegios relativos al derecho de voto, no están admitidas en nuestra legislación, de conformidad con lo preceptuado en el art. 269 del Código de Comercio. El Proyecto de Código de Comercio, elaborado por el Ministerio de Justicia, tampoco admite los privilegios de orden político o sea en relación al voto, tal como lo preceptúa en los arts. 160 y en el inciso 2o. del art. 164.

Tal como he dicho, todas las legislaciones admiten los privilegios económicos en las acciones y en la mayoría de los países este tipo de acciones preferentes están admitidas expresamente en los textos legales tal como es el caso de Alemania, Argentina, Austria, Brasil, Canadá, Costa Rica, Chile, Dinamarca, Ecuador, España, Filipinas, Francia, Grecia, Guatemala, Holanda, Honduras, Italia, Japón, Méxi-

co, Nicaragua, Noruega, Panamá, Paraguay, Portugal, República Dominicana, Suecia, Uruguay, Gran Bretaña y Estados Unidos de Norte América. En aquellas legislaciones, en las cuales no están permitidas expresamente por la ley, éstas son autorizadas en vista del principio de que la ley no las prohíbe y porque en las sociedades, la legislación autoriza que se estipule cualquier proporción de la distribución de los beneficios. En cuanto a las formas, que adoptan las acciones privilegiadas en relación con privilegios económicos, éstas pueden ser múltiples, refiriéndose ya sea al dividendo, a la cuota de la liquidación o a ambas. Cuando el privilegio se refiere al dividendo, las acciones pueden conferir entre otros los derechos siguientes:

a) Derecho a percibir un dividendo con prioridad a los dividendos que perciben las acciones ordinarias. Generalmente, es un porcentaje sobre el valor nominal pero, esto debe de pactarse precisamente en el contrato social y no estar determinado por la ley como lo hace nuestro Proyecto de Código de Comercio, en el cual se preceptúa que las acciones privilegiadas necesariamente deben de percibir un dividendo mínimo del 6%. La razón es que este porcentaje no debe referirse al valor nominal, sino que debe de ser exclusivamente sobre las utilidades percibidas en cada ejercicio, sin que la parte del dividendo estipulado que no haya sido percibido por las acciones, como consecuencia de no haber habido suficientes beneficios, sean acumulables a los ejercicios siguientes, a menos que así se pacte. Por eso en el Derecho Anglonorteamericano, se diferencian estos tipos de acciones, entre aquellas que acumulan los derechos de dividendo y los que no lo acumulan denominadas "non cumulative preferred shares" y "Cumulative preferred shares".

b) El derecho a percibir un dividendo con prioridad a los dividendos de las acciones comunes, siendo este dividendo acumulable en los ejercicios siguientes, de suerte que la parte de dividendos no pagados en un ejercicio, se pagará con los beneficios de los ejercicios siguientes, acumulándose los dividendos correspondientes a los ejercicios anteriores. Estas acciones son denominadas en el Derecho Anglo norteamericano "Cumulative preferred Shares".

c) Derecho a percibir un dividendo de prioridad, y además otro dividendo, concurriendo con las acciones ordinarias al reparto de los beneficios restantes que son denominadas en el derecho anglonorteamericano "Participating preferred Shares".

d) Derecho a percibir un dividendo más elevado del que perciben las acciones ordinarias, por ejemplo se puede estipular que un determinado grupo de acciones percibirán como dividendo el doble del que se distribuye a las acciones ordinarias.

e) Derecho a una parte determinada de los beneficios sociales, por ejemplo, puede estipularse que a una determinada clase de acciones se distribuirá la mitad de los beneficios de cada ejercicio.

El privilegio puede referirse también a otros aspectos, tales como a la cuota de liquidación cuando se estipula una prioridad en lo que concierne a la distribución de la cuota de liquidación o referirse a la amortización, por ejemplo, en el derecho anglonorteamericano, se emiten con frecuencia acciones amortizables, denominadas "Redeemable Shares", en las cuales se determina una fecha para esto, o se deja a opción del accionista, pero, han de ser amortizadas necesariamente con beneficios disponibles o procedentes de una emisión de acciones des

tinadas a efectuar dicha amortización. Por lo regular, se crea un fondo de amortización para llevar a cabo la amortización que en Inglaterra se denomina "Capital Redemption Reserve Fund" y en los Estados Unidos de Norte América, "Sinking Fund".

Cabe atribuir también a determinado grupo de acciones otros derechos aparte de los indicados, por ejemplo, un derecho de preferencia para suscribir nuevas acciones en casos de aumento de capital, cuando la legislación no confiere imperativamente este derecho a todos los accionistas, como es el caso de nuestro Proyecto de Código de Comercio.

Las acciones de voto privilegiado o acciones de voto plural, son aquéllas a las cuales se les atribuye un número de votos superior al que tienen las acciones ordinarias. Puede haber privilegios de voto, aun en el caso de que se atribuya el mismo número de votos a todas las acciones cuando el valor nominal de éstas es desigual, por ejemplo, en aquellas legislaciones en las cuales no se exige la igualdad del valor nominal. Tal como he dicho anteriormente, en nuestro país, en el Código vigente y el Proyecto de Código de Comercio, están prohibidas este tipo de acciones de voto plural, pero la mayoría de los países admiten este tipo de acciones, ya sea por disposición de la ley o por no estar prohibido expresamente por los textos legales. Así tenemos que las acciones de voto plural son admitidas en la Argentina, Canadá, Colombia, Chile, Ecuador, Estados Unidos de Norte América, Inglaterra, Finlandia, Holanda, Filipinas, Nicaragua, Noruega, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, República Dominicana, Suecia, Suiza, Uruguay y Venezuela.

Tanto en los Estados Unidos de Norte América, como en Inglaterra, son lícitos los privilegios en cuanto al voto aunque no exis-
tan las acciones de voto plural como una clase específica de acciones
ni se utilice esta expresión genérica para determinarla. Tal como lo
he demostrado anteriormente, no es exacto el comentario que se hace
por la mayoría de los tratadistas del Derecho Mercantil, especialmen-
te los españoles, en el sentido, que la tendencia general del derecho
comparado es en el sentido de la prohibición de las acciones de voto
plural.

Acciones de voto limitado. Estas acciones de prioridad con
voto limitado, existen en Honduras, en Italia, en México y tal como he
hecho referencia anteriormente, al referirme a esta clase de acciones,
aparentemente en el Proyecto de Código de Comercio elaborado por el
Ministerio de Justicia. Estas acciones pueden votar únicamente en los
asuntos que se discuten en la asamblea general extraordinaria, es de-
cir que el voto es limitado a las deliberaciones específicamente deter-
minadas por la ley.

Acciones sin voto. Aunque en nuestro derecho, derivados del
derecho francés, no se admiten las acciones sin voto por considerar
el derecho de voto como esencial e inherente a la calidad de accionis-
ta, lo cierto es que en un gran número de legislaciones el derecho de
voto no es esencial, y por lo tanto se admiten este tipo de acciones sin
voto. Tal es el caso, del derecho anglonorteamericano, del derecho a
lemán, del argentino, del brasileño, del canadiense, del panameño,
del paraguayo, del portugués y del uruguayo.

B) Las Obligaciones.

El término obligación tiene diversas acepciones.

En términos generales, la palabra "obligación" significa toda clase de vínculo, independientemente de cuál sea su origen y contenido.

En sentido jurídico, el término "obligación" significa sujeción de derechos; y es de aplicación exclusiva a relaciones patrimoniales entre personas. El contenido del término obligación en sentido jurídico, tiene su fundamento en la palabra latina "obligatio", que significa la relación jurídica en virtud de la cual, una persona tiene la facultad de exigir de otra una prestación determinada. "Obligación" en este sentido, puede definirse como el vínculo jurídico formado entre dos o más personas, por medio de la cual una de ellas o varias se encuentran en la necesidad de realizar en provecho de otras u otras, una prestación de valor económico. Esta relación obligacional, considerándola bajo el aspecto de los sujetos tiene dos aspectos, uno activo y otro pasivo.

La palabra "obligación" se ha utilizado también para determinar el fundamento de la obligación, y este es el significado que le atribuye el derecho romano al término "obligatio verborum".

Ahora bien, el término "obligación" significa también el documento en que se hace constar la obligación.

En derecho mercantil, la palabra "obligación", se emplea ya sea para significar el vínculo jurídico existente entre dos o más personas, por medio de la cual una o varias de ellas se ven en la necesidad de realizar en virtud de otra u otras, una prestación de carácter econó

mico o para designar a determinados títulos que emiten las sociedades anónimas*.

Dada la multiplicidad de acepciones que tiene la palabra obligación, se ha considerado por los tratadistas del Derecho Mercantil, que con el objeto de evitar equívocos se prefiere utilizar el término "Debentures", proveniente del inglés, que a su vez proviene del latín "debeo, debes, debui, debitium, debere", que significa: "lo que se debe", en esta forma, el término "debenture", tiene la ventaja de la precisión, para referirse exclusivamente, a aquellos títulos emitidos por sociedades anónimas.

Estos títulos emitidos por las sociedades anónimas, pertenecen a la categoría de los valores mobiliarios bursátiles, y son clasificados en los mercados bursátiles o Bolsas de Valores, en la clasificación de títulos de renta fija, en vista de que producen una rentabilidad predeterminada. En cuanto a la clasificación que he hecho de los títulosvalores, referente a las características de los mismos, las "debanture" u "obligaciones", son títulos concretos, porque derivan precisamente del acta de emisión, son títulos típicos de inversión, con renta fija y garantizada; son títulos seriales creados en masa; y caen dentro de la categoría de títulos bursátiles típicos.

Las obligaciones o debentures, emitidos por sociedades anónimas, al igual que las acciones, tienen un interés preponderante, precisamente para los países cuyas economías se encuentran en desarrollo como el nuestro, ya que sirven como un medio de la canalización del ahorro público para contribuir al mejoramiento del sistema económico en beneficio de la colectividad.

*Andreas Bonthur.

La función que proporcionan estos títulos a la entidad emisora, una vez que ha iniciado sus actividades, se deriva que es posible que en un momento determinado del desarrollo de la vida económica de la sociedad, y como consecuencia de las negociaciones y de la situación específica que presente el mercado, o cualquier otra circunstancia de orden financiero, tenga necesidad el ente emisor de aumentar su patrimonio. En estas circunstancias, el ente emisor puede optar por cualquiera de las soluciones siguientes: recurrir a una nueva emisión de acciones, aumentar el valor de las acciones ya emitidas; la capitalización de sus reservas, o la emisión de obligaciones.

En términos generales, puede afirmarse que la emisión de obligaciones es una operación de mutuo con interés, que se encuentra fraccionada a un plazo determinado. Como consecuencia del préstamo efectuado por la sociedad, ésta adquiere frente a cada uno de los titulares de las debentures, en que se descompone el monto total de la suma prestada, la obligación de pagar un interés predeterminado y de reembolsar al finalizar el plazo o en la fecha en que se fije, la suma percibida; esta obligación o compromiso, se hace constar en un documento, el cual es conocido como "debenture" u "obligación".

Se ha considerado por los tratadistas del derecho mercantil, que el obligacionista frente a la sociedad no es más que un acreedor común y corriente, en vista que no puede hacer valer en beneficio propio ninguna preferencia o prelación para el pago de su crédito; que no tiene más derecho que el de prenda general que corresponde a cualquier acreedor sobre el patrimonio del deudor, salvo el caso, que expresamente se le concediere una garantía específica. Aunque aparentemente

esto sea cierto, ya que en la mayoría de las legislaciones, de los distintos países no se establece en beneficio de los obligacionistas un privilegio en el orden del pago de sus créditos, la afirmación de que sea un acreedor común y corriente, es demasiado generalizada, pues se considera que las características propias de la obligación le dan a su titular un carácter especial o sui generis que lo distingue de los simples acreedores. Este carácter especial o sui generis, se advierte de inmediato, si se considera que la cantidad obtenida mediante la suscripción de las obligaciones, es proporcionada no por una persona que celebra aislada e independientemente un contrato con la sociedad, sino de ordinario por un conjunto de personas que suscriben las pequeñas fracciones en que se ha dividido el total de la emisión y de acuerdo con un programa predeterminado por la sociedad, el cual es común a todas y cada una de las fracciones. El suscriptor de una obligación al pagarla, ingresa a un grupo que proporciona a la sociedad el capital líquido que ésta requiere debido a las necesidades económicas de la misma. Cada acreedor, de los múltiples que una sociedad puede llegar a tener, funda su derecho en un contrato, en un acto o en un hecho jurídico distinto e independiente de los que sirven de fundamento a los otros acreedores. En cambio, en la emisión de obligaciones, aunque la sociedad celebre con los suscriptores un sinnúmero de contratos, éstos no son independientes y diversos, puesto que para los contratantes no tienen otra finalidad que la de formar parte de un todo, de una unidad que se ha fraccionado para facilitar su realización y cuyas partes de idéntica forma y contenido, colocan a sus tenedores en un plano de igualdad y similitud de intereses, que los distingue de los otros acreedores socia

les, originando entre ellos una tendencia natural a la agrupación. Debe de considerarse también que los obligacionista son acreedores a quienes la buena marcha y progreso de la sociedad no les es indiferente. Debido al plazo a que se sujeta la operación, tienen éstos - los obligacionistas - un interés determinante en la prosperidad de la empresa; se encuentran ligados a su destino y de éste depende siempre el pago de sus créditos. Los obligacionistas no ignoran que durante el plazo, la sociedad puede encontrarse frente a contingencias que influyan sobre su vida y repercutan a su vez sobre los derechos que como acreedores tienen, para cuya salvaguarda puede ser necesario e imprescindible su cooperación, en forma de concesiones o esperas que permitan a la sociedad emisora volver al curso normal de sus actividades.

Diversas son las teorías que se proponen para explicar la naturaleza jurídica de la emisión de obligaciones y aun, entre aquéllas que participan de un mismo punto de vista, se pueden encontrar divergencias. Generalmente, la doctrina parte del supuesto de que las obligaciones son títulosvalores o títulos de crédito y considera su emisión como un contrato, el que en general, y sin tomar en cuenta las variantes, para algunos autores, es el de compra-venta y para otros el de mutuo. Se ha sostenido una tercera opinión, según la cual se ha considerado a la emisión de obligaciones como una ampliación del contrato de sociedad, hecha a favor de los obligacionistas, es decir, como una nueva emisión de acciones, si bien no del tipo común, si de un carácter especial. Esta es la teoría introducida por Borja Cobarrubias. No hay que confundir la opinión sustentada por Borjas Cobarrubias, con aquella otra que atribuye a los obligacionistas, un carácter de acreedores asociados a

los fines de la empresa, pues los autores que sostienen esta tesis no confunden la situación de los obligacionistas con la de los accionistas.

La opinión, que la emisión de obligaciones es una venta que la sociedad hace de las obligaciones, se ha sostenido principalmente en Alemania. De acuerdo con esta tesis, los sujetos que intervienen en la operación, son por una parte la sociedad, que actúa como vendedora y por otra, las personas que suscriben las obligaciones quienes actúan como compradores. El objeto de la compraventa lo constituyen las obligaciones como cosas y la suma desembolsada por los suscriptores es el precio de las mismas.

La mayoría de la doctrina mercantil, ha rechazado la tesis de la compraventa, ya que se sostiene que si se considera a las obligaciones como una mercancía, se parte de una base falsa, por no tener en cuenta la lógica y natural sucesión de actos mediante los cuales se lleva a cabo su emisión.

Navarrini, opina, en vista que es el compromiso que la sociedad adquiere al emitir obligaciones, lo que da valor a los títulos, esto necesariamente supone la previa suscripción, o simplemente la adhesión al plan de emisión por parte de los obligacionistas, consecuentemente es a esos actos a los que hay que remitirse para precisar la naturaleza jurídica de la emisión, pues es con base en ellos que los obligacionistas realizan su desembolso y que la sociedad emite los títulos, siendo dichos títulos los que delimitan el compromiso de reembolso que la sociedad adquiere. Los que suscriben las obligaciones, adquieren el compromiso de pagar o pagan desde luego una suma determinada a la sociedad; en tales condiciones, la emisión posterior de los títulos no es

sino una consecuencia de los acuerdos o pagos previos hechos por los suscriptores, lo que elimina el aparente carácter de compraventa de la emisión de obligaciones.

Vivante considera también inaceptable la opinión de considerar la emisión de obligaciones como una compraventa y enfoca su crítica hacia el objeto de la operación. Dice que la falsedad de tal concepción es clara, ya que el contrato de compraventa tiene por objeto una cosa que posee un valor en sí y otro en cambio, mientras que en el caso de la emisión de obligaciones, es el contrato de mutuo el que crea ese valor, es decir, el título destinado a la circulación.

Soprano, participa del punto de vista de Vivante y argumenta en especial, que el valor de las obligaciones se deriva de los derechos que representan y no de las cualidades materiales, ya que éstas no son otras que la de un pedazo de papel, que su valor es representativo y que se constituye mediante la emisión, en virtud de la cual se consagra en los títulos los derechos originados en una operación de préstamo.

Ahora bien, debe de aclararse que cuando un obligacionista enajena su título a otra persona, sin duda alguna se está ante un contrato de compraventa, pero la misma figura jurídica de la compraventa, no puede servir para encontrar la relación que existe entre el emisor y el primer suscriptor del título. Las voluntades de ambas partes se encaminan a la concesión y a una especie de aceptación de un préstamo, por el contrario, la intención de quien adquiere los títulos de otro obligacionista no se concibe como la concesión de un préstamo.

La razón por la cual ha dicentido la doctrina, en cuanto a la naturaleza jurídica de las obligaciones, es que se suele confundir la cau

sa remota de la creación del título, con la causa inmediata del título mismo y con la causa de la emisión. Basándose en esto, es que la mayoría de la doctrina considera el negocio causal como préstamo, o que las obligaciones en sí representan un préstamo. Pero hay que tener presente, que debe distinguirse en el proceso de la creación y emisión de obligaciones tres momentos fundamentales a saber:

a) La causa remota por la cual la sociedad procede a la creación de los valores mobiliarios para constituir un crédito colectivo en contra de su patrimonio. Los motivos, o sea la causa remota pueden ser diversas, ya sean para realizar pagos, para hacer compras, para incrementar la empresa, para aumentar los activos de la misma, etc. Estos motivos son irrelevantes para la vida de los valores mobiliarios y no puede decirse que constituyan la relación subyacente.

b) En cuanto al momento de la creación. Este momento puede dividirse en dos etapas:

1o) El acta de creación de los títulos,

2o) La creación material de los títulos, que culmina con la suscripción de los mismos por los obligacionistas. Este momento se desvincula del motivo que da origen a la creación del título.

El acta de creación es la fuente de la cual los títulos emanan. Los vicios del acta afectarán a los títulos; y en caso de discrepancia entre el texto de éstos y del acta, prevalece siempre el acta.

Una vez creados los títulos, éstos constituyen un valor; una cosa mercantil mueble, un título de crédito que representa una obligación a cargo de la sociedad creadora.

El momento de emisión, o sea el acto de poner en circulación

los valores mobiliarios creados y que se han incorporado a los documentos, es un acto abstracto independientemente de la relación subyacente, la que generalmente será un contrato de compraventa de valores mobiliarios, pero que también puede ser una dación en pago o cualquier otro tipo de contrato. Pero es necesario insistir en el carácter abstracto de la emisión y en que ésta no influye sobre la vida del documento. Como el valor está ya creado, la sociedad emisora está obligada aun cuando el título se ponga en circulación en contra de su voluntad o por emisión ilegítima en caso de hurto de los títulos.

Ahora bien, una vez creados los títulos, éstos constituyen un valor, una cosa mercantil mueble, un título de crédito o títulovalor que representa una obligación a cargo de la sociedad emisora. Si consideramos los títulosvalores, los títulos de crédito o valores mobiliarios cosas mercantiles y siendo que las obligaciones son valores mobiliarios, se llega a la conclusión que estos títulos son cosas mercantiles. En atención a esta circunstancia ¿puede considerarse la emisión de obligaciones como un contrato de compraventa?

Creo que la respuesta es negativa, tanto en lo que respecta a las obligaciones, como en términos generales a cualquier otra especie de valores mobiliarios, ya que en mi criterio es insostenible afirmar que la emisión de títulos - entendiendo la palabra emisión como la colocación de los títulos -, constituya una compraventa, porque independientemente de que los títulos de crédito, títulosvalores o valores mobiliarios, sean cosas mercantiles, eso no significa que sean mercancías, no obstante, que los títulos tengan las características de corporiedad, posibilidad de circulación y pertenencia actual al tráfico. Los valores mobiliarios se

distinguen de las mercancías, en que ellos no poseen un valor en sí mismos, sino derivado de los derechos que incorporan. El documento no tiene un carácter exclusivo o preferentemente probatorio de la relación jurídica que consigna, sino que documento y derecho se complementan en forma tal, que hacen que éste adquiera una existencia independiente del acto del que emana y vuelve necesaria, la presentación del documento para el ejercicio del derecho. Pero esto no significa que el derecho pierda su calidad de tal - de derecho - para convertirse en una cosa con valor económico intrínseco por el solo hecho de constar en un título. El derecho aunque jurídicamente perfecto por la redacción del documento, por su creación, sólo adquiere un valor económico, cuando entra en el patrimonio de una persona diversa de aquella que hace la emisión y que se obliga por medio de esa emisión, lo que significa que hasta que sale de las manos de la persona que suscribe el título puede dar lugar al ejercicio del derecho. De no ser así, se llegaría al absurdo de admitir que la mera redacción y retención de un valor mobiliario, es lo mismo que la creación de un valor económico que acrecenta el patrimonio de quien lo emite. En consecuencia, ¿puede considerarse como una operación de compraventa la enajenación de un derecho cuyo cumplimiento queda a cargo del vendedor? ¿Cabe dentro del marco jurídico de la compraventa una operación en que las partes, además de entregar el precio y la cosa, adquieren el compromiso de reintegrarse mutuamente sus prestaciones? Es absurdo sostener estas posiciones. En efecto, si el ente emisor entrega las obligaciones a cambio de una cantidad de dinero, existe en el fondo un mutuo, porque la enajenación de los derechos representados por los

documentos no es otra cosa que una entrega de dinero que se hace en un momento presente al ente emisor, para que éste lo devuelva en una época futura, lo que configura una especie de operación de préstamo.

La figura de la compraventa, considerada genéricamente, es decir comprendiendo en dicha concepción la cesión y asunción de derechos, que es la que existiría en este caso, sólo tiene aplicación en los casos de sucesivas transmisiones, es decir, después que el documento ha salido de las manos del ente emisor, pero nunca tratándose de la primitiva operación mediante la cual, se introducen los títulos a la circulación.

La doctrina mercantil francesa, ha considerado la emisión de las obligaciones, como un contrato aleatorio.

Tal como lo manifiesta Gay de Montellá, esta concepción no satisface, porque el hecho de la falta de reembolso, a que se hayan expuestos los tenedores de obligaciones, o el desconocimiento de la fecha en que aquél se lleve a cabo, no imprime un carácter aleatorio al contrato, el cual concretamente subsiste en su objeto.

Hay autores que consideran que en la emisión de obligaciones se perfila claramente un contrato de crédito, argumentando que no son exactas las concepciones que configuran la emisión de obligaciones como un contrato de préstamo, o como operación de compraventa, ya que atendiendo a la voluntad de los contratantes, se ve claramente la intención de otorgar un contrato de emisión de empréstito, un contrato de crédito y en el empréstito mismo, un préstamo consolidado.

La tesis más extendida, considera la emisión de obligaciones como un derecho de crédito, resultante de un contrato de mutuo. Esta

concepción ha hecho fortuna tanto en aquellos países que fundamentan su Derecho Mercantil en el Derecho Mercantil Francés del siglo pasado, o como en aquellos otros tal como los Estados Unidos de Norte América e Inglaterra, cuyos sistemas generalmente difieren del comúnmente aceptado por las diversas naciones del continente europeo y americano.

No obstante esta circunstancia la tesis del préstamo no es uniforme. Las opiniones en cuanto a la naturaleza del préstamo son múltiples y diversas. Así hay autores que sostienen que la emisión está compuesta de una serie de contratos individuales de mutuo que la sociedad celebra con los suscriptores. Hay otros que ven en ella un contrato de préstamo único, y otros más que consideran la emisión como un contrato de préstamo colectivo, etc. Por ejemplo en Inglaterra, la emisión de obligaciones - "Debenture Stock" - es considerada como un préstamo colectivo reembolsable, a fecha fija, productor de intereses de tasa y vencimientos predeterminados, que normalmente se garantiza mediante un "Trust Deed" sobre bienes de la sociedad emisora.

Los que equiparan la emisión de obligaciones a un simple y normal contrato de mutuo, el mutuante es el obligacionista y el mutuario es la sociedad. El primero entrega el dinero y el segundo se compromete a pagar un interés y a devolver el capital.

Otros ven una modalidad especial del contrato de préstamo, basándose en diferencias puramente formales o en diversas razones y señalan como características especiales, la de ser un préstamo colectivo, pues en razón de su elevada cuantía se divide en un gran número de prestamistas, lo cual facilita y hace posible la obtención del total de

la cantidad que se pretende obtener. Este carácter colectivo, influye grandemente en la naturaleza de la operación. El lazo jurídico que une a la sociedad con cada uno de los obligacionistas tiene el mismo origen, la misma causa, el mismo objeto y está representado por títulos idénticos. Otra diferencia con el mutuo simple, se encuentra en la cantidad que se reembolsa, la cual puede ser más elevada que la recibida, cosa que no se da en el mutuo ordinario.

La diferencia fundamental, está en que el crédito queda incorporado al título, no sólo como medio de prueba, al decir de Vivante, sino que constituye un verdadero valor mobiliario que actúa y vive con independencia propia.

Rodríguez Rodríguez, estima que concebir la emisión de obligaciones como contrato de préstamo, es confundir una de las formas en las que puede presentarse la relación causal, con la relación causal considerada en abstracto; es decir, que la emisión de obligaciones, unas veces resulta de un préstamo, otras de una compraventa e incluso puede resultar de una operación de depósito.

Erróneamente, hay autores que han sostenido, que cada obligación tiene por objeto un contrato especial, que los derechos que confiere son autónomos como las convenciones de que emanan y que por tanto el empréstito obligacionista es una serie de contratos yuxtapuestos en virtud de los cuales cada obligacionista tiene los mismos derechos y las mismas cargas que los demás. La diferencia entre los tenedores es una diferencia de cantidad de derechos y de deberes.

La identidad de cada contrato crea entre la sociedad y los obligacionistas relaciones típicas a la vez que su larga duración hace

nacer entre éstos - los tenedores de las obligaciones - una comunidad de intereses, por lo que se perfila la existencia de un principio de solidaridad, que une a los tenedores y da unidad a la deuda que pesa sobre la sociedad; principios que llevan a una concepción unitaria del empréstito y que son incompatibles con la idea de considerar al obligacionista como simple acreedor contractual, en razón de un contrato de préstamo. Si esa solidaridad y comunidad de intereses lleva a la formación de un sindicato o masa de obligacionistas, se ve que los intereses y derechos del acreedor contractual quedan modificados; la asamblea no podrá privarle de su derecho al obligacionista, pero sí tendrá la facultad para disminuirlo, cosa que altera fundamentalmente el carácter de acreedor contractual.

El crédito del obligacionista no tiene en todos los aspectos, carácter independiente, sino que por ser una fracción de una masa acreedora, debe de seguir precisamente la suerte que siga la masa. El crédito del tenedor de una obligación contra la sociedad emisora, no debe de considerarse como un derecho individual, ya que la unidad del empréstito establece un lazo jurídico entre las obligaciones. Estas no son más que partes de una emisión global y por ello no puede confundirse, a un obligacionista con un acreedor particular de la sociedad emisora. Cada acreedor ordinario, tiene un derecho emanado de un hecho o acto jurídico diverso. Cada crédito tiene una existencia, independiente de los otros créditos. En cambio, los derechos de los obligacionistas, nacen como un elemento de una masa, de un conjunto, son fracciones de un capital de financiamiento, igual que las acciones lo son del capital social.

Ascarelli, parte de una concepción diversa. "En realidad," dice, "puesto, que la emisión de obligaciones, constituye un acto autónomo y distinto de la preexistente relación fundamental, no puede hablarse al respecto, ni de mutuo ni de venta".

La doctrina y la jurisprudencia francesa de principios del siglo, consideraba la emisión de obligaciones, como un contrato sui generis, que participa tanto de la naturaleza del contrato de préstamo a interés como la de los contratos aleatorios, en atención que el reembolso del capital tenía lugar por medio de sorteos, lo que se consideraba como un acontecimiento incierto.

Tomando como base, la tesis sustentada por Ascarelli, debe de concluirse, que la teoría que sostiene la emisión de obligaciones es una operación de mutuo, ha planteado mal el problema, al confundir el negocio de emisión, que es un negocio abstracto, con la relación fundamental que le da origen atribuyendo a las obligaciones la función de documentos probatorios de la relación.

Autores como Navarrini, parecen hacer una distinción entre los derechos que las obligaciones representan y la relación fundamental que tienen como base, ya que atribuyen a la obligación un carácter abstracto. Pero aun desde este punto de vista, resulta equivocada esta posición, puesto que la abstracción que le atribuyen, no las desvincula de su causa, la que invariablemente consideran como un mutuo.

Se sostiene, que la emisión de obligaciones se refiere a un negocio abstracto, porque la deuda que asume el ente emisor al emitir las obligaciones, puede provenir de negocios de diversa naturaleza y no necesariamente de un mutuo, aunque se reconozca que éste es uno de

los casos más frecuentes. Así por ejemplo, una sociedad puede emitir obligaciones no solamente para obtener un préstamo, sino también para darlas en pago de deudas contraídas con anterioridad o bien para entregarlas en representación del precio de bienes que pretende adquirir, del valor de construcciones que contrate, del precio de servicios y aun proceder a una única emisión para consolidar deudas provenientes de varios y diferentes negocios, en vista que la emisión de obligaciones desempeña sólo una función instrumental.

En consecuencia, la emisión de obligaciones es un negocio abstracto que consiste en la creación colectiva de valores mobiliarios, denominados "debentures" u "obligaciones" y en la colocación de ellos en el mercado de valores.

La característica de abstracción atribuida a la emisión de obligaciones o debentures, difiere de aquélla que se atribuye a las diversas clases de valores mobiliarios, por lo que para determinarla es necesario referirse a la teoría general del negocio abstracto.

El ordenamiento jurídico, atribuye a las diversas clases de negocios que reglamenta, una función específica y típica, a la que se le atribuye un contenido económico determinado, cuya realización, en cada caso concreto, constituye para los sujetos que intervienen en él la causa del negocio.

"Esta función, o sea la causa del negocio", dice Ascarelli, "es la que caracteriza a los distintos negocios jurídicos; la que ofrece el criterio para su distinción y la que da el fundamento para su reglamentación legislativa".

Hay autores que sostienen, que nada impide que el derecho, en determinadas circunstancias se abstenga de atribuir a un negocio jurídico, una función de contenido económico específico, sosteniendo que se trata en estos casos, de negocios abstractos, cuya característica no es la función, sino que la forma que adoptan.

El Diccionario de Derecho Privado, al referirse al negocio abstracto se expresa en los siguientes términos: "Si bien generalmente se considera al contrato abstracto, como un contrato formal, este carácter no es absoluto. Así, en el Derecho Alemán, donde se prescribe la forma escrita para los contratos de promesa abstracta de deuda y para la de reconocimiento de deuda, en atención, como dice Henecerus, a que la intención de constituir la deuda con sustantividad propia, en el concepto de abstracta, sería muy difícil de averiguar si se hiciera por medios verbales, ello es sólo en lo que se refiere a la declaración del promitente, no para la aceptación del promisario. Hay dos causas en las cuales no es indispensable esta forma escrita, a saber: cuando la promesa o reconocimiento de deuda se emite sobre la base de una transacción o de una liquidación".

Valverde se expresa en los términos siguientes: "El acto abstracto es por lo general formal, pues si bien en la Doctrina Alemana no se preceptúa forma determinada, hay códigos como el Suizo, que admiten el reconocimiento de deuda abstracta, sin requerir forma escrita; pero la verdad es que hay construcciones jurídicas que pueden tener existencia real sin formas jurídicas predeterminadas, pues los títulos de crédito, las letras de cambio, necesitan la forma que les asegura claridad y precisión y como dice Geni, el mismo formalismo se inspira

en las necesidades utilitarias de los actos jurídicos que las reclamán".

Es principio admitido por los autores, que se refieren a los negocios abstractos, que se trata de un negocio que produce efectos jurídicos con independencia de la causa del mismo.

La teoría del negocio abstracto ha dado lugar a considerar a Alemania como el lugar de origen de la misma. Sin embargo, tal como lo manifiesta Ortolán, la Doctrina Alemana no ha hecho otra cosa más que resucitar las fórmulas del Derecho Romano, que ya conocía el acto abstracto en la "estipulatio".

Ortolán, se expresa a este respecto de la siguiente manera: "De la pantomima solemne y simbólica, acompañada de fórmulas sacramentales que eran necesarias para establecer una obligación entre dos personas, se llega posteriormente a las fórmulas únicas: La "verborum obligatio", es posterior al "nexum", esa antigua operación "per aes libran", a la que se recurría para obligarse. La "verborum obligatio", es la primera derivación, en ella se tenía la solemnidad por cumplida, el metal por pesado y entregado y no quedando de la solemnidad, más que las palabras pronunciadas sacramentalmente.

Habían tres fórmulas para obligarse mediante la palabra: la "dotis diction"; la "jurata promicio diverti" y, la "estipulatio et promicio". De estas tres fórmulas, las dos primeras de las que se tienen pocos informes, no son más que formas especiales, propias exclusivamente para alcanzar un fin particular entre personas determinadas. Se cumplen mediante las palabras pronunciadas por una sola de las partes, por la que va a obligarse, sin interrogación previa a la otra. En cuanto a la tercera forma de obligarse, la "estipulatio et promicio", era una

forma general que podía ser empleada para contraer cualquier especie de obligación lícita entre cualquier persona que tuviera capacidad. El vínculo de Derecho se formaba aquí por la pronunciación verbal de las fórmulas sacramentales. Si el consentimiento era dado, pero no se pronunciaban las palabras, el vínculo jurídico no nacía y a la inversa, si el consentimiento estaba viciado por dolo o violencia, pero las palabras se pronunciaban, la obligación existía".

No obstante, debe de aclararse que en el Derecho Romano el acto abstracto nació como una continuación lógica del formulismo, como una consecuencia de la simplificación que se introduce en las formalidades requeridas para los actos, mientras que en el derecho moderno, el acto abstracto ha venido a responder precisamente a las exigencias primordiales del tráfico mercantil.

La circulación de los derechos se lleva a cabo en los casos reglamentados por el Derecho Civil, mediante la cesión de los mismos; pero las formalidades requeridas por este ordenamiento legal para la eficacia de la cesión entre el deudor y los terceros, y la naturaleza derivada, que se atribuye al derecho del cesionario, traen como consecuencia la circulación lenta de los derechos, que no se acomoda a las necesidades del tráfico mercantil moderno. Para responder a las necesidades fundamentales de este tráfico y para otorgar rapidez a la circulación y dotarla de la seguridad indispensable, es que surge en el derecho moderno, el acto abstracto, que desliga al derecho de la relación que le da origen, vinculando en forma independiente, al obligado a la prestación de la situación particular en que se encuentran las personas que concertaron la relación de origen o relación fundamental, eliminan

do como consecuencia los riesgos de la cesión de derechos.

Pero esto no significa que el negocio abstracto carezca de función. El negocio abstracto tiene su función, la cual es de indudable importancia económica, pero a diferencia de los diversos negocios jurídicos, cuya función es típica y cuyo contenido económico es específico, la del acto abstracto es general, respecto de los fines particulares que persiguen los individuos.

La función del negocio abstracto es instrumental, puesto que se pone al servicio de los sujetos para que pueda alcanzar los más diversos fines, pero sin entrar a la consideración de ellos.

Partiendo de la Doctrina Alemana, en los negocios abstractos se encuentran siempre dos actos: uno primero o fundamental, que sirve de causa o razón de ser, a uno segundo o abstracto, que circula en forma independiente, en vista que la nulidad del primero no supone necesariamente la nulidad del segundo.

En cuanto a los principales efectos que se atribuyen al negocio abstracto, ellos son: a) en primer término, el de establecer la presunción de que las partes actuaron en atención a una causa lícita; y b) en segundo lugar, crear en favor de los terceros, un mejor derecho que aquél que corresponde a los que participaron en la relación de origen, puesto que las excepciones que puedan existir entre dichos partícipes, no se transmiten a los cesionarios.

La emisión de obligaciones, en consecuencia, debe de considerarse como un negocio jurídico abstracto, puesto que la asunción de la deuda por parte de la sociedad que hace la emisión, puede tener lugar como consecuencia de cualquier contrato y no necesariamente del

mutuo, aunque sea el caso más frecuente. El ente emisor puede emitir obligaciones para darlas en pago a sus acreedores; puede emitir las en lugar de entregar el precio en dinero efectivo de los inmuebles que adquiriera; de maquinaria; de valores mobiliarios de otros entes, etc. y aun proceder a una emisión única con base en varios y diversos negocios, aunque es requisito indispensable que sean siempre a plazo. El negocio de emisión de obligaciones es un negocio abstracto, no se le atribuye una causa o fin específico, sino que ésta debe buscarse en un segundo negocio, que es el que sirve de fundamento, ya que la emisión de obligaciones desempeña únicamente una función instrumental.

Las obligaciones individualmente consideradas, aunque abstractas del negocio o negocios causales que han dado lugar a su emisión o colocación, no lo son con respecto del negocio de emisión, al que quedan ligadas durante su existencia, siendo el acto de emisión de las mismas su causa; es decir, que lo abstracto es el negocio de emisión de obligaciones en su totalidad, más no las obligaciones mismas con respecto al acto de emisión, toda vez que ellas quedan sujetas a las estipulaciones contenidas en el acuerdo de emisión y a las modificaciones que a ella se introduzcan. Se puede concluir de acuerdo con Cervantes Ahumada, que el acto de creación de las obligaciones está constituido, no sólo por la redacción de los documentos obligacionistas, sino también por el otorgamiento del acta de emisión, en donde quedan de manifiesto el régimen a que las obligaciones han de sujetarse durante su existencia.

Tal como dije al principio, las obligaciones son valores mobiliarios

liarios mercantiles; por el hecho de reunir los requisitos que caracterizan a los mismos; se da en ellos la incorporación del derecho al documento. El derecho se materializa en una cosa corporal, quien tiene derecho a la cosa puede ejercitar aquel - el derecho. Se pueden transmitir por medio de la simple tradición cuando son emitidas al portador, con independencia del deudor, sin necesidad del consentimiento de éste y aun contra su consentimiento.

El hecho de incorporar el derecho a una cosa mueble, trae como consecuencia el desplazamiento de estos títulos hacia el derecho de las cosas; se desliga del derecho de las obligaciones al que debe pertenecer, fijándose específicamente en el carácter del contrato que le da origen. El titular del derecho de crédito tiene una titularidad mediata conexas a la propiedad de la cosa, y además, la posesión legítima para el ejercicio del derecho. Los conceptos distintivos de legitimación y literalidad adquieren el mismo significado que tienen en el derecho de las cosas; las disposiciones que reglamentan la transmisión y gravamen de las mismas no se sujetan al tratado de las obligaciones y de los contratos, sino que se ciñen a los modos establecidos por la dogmática para adquirir la propiedad de los títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios.

Distinto es determinar la naturaleza del derecho que la obligación confiere a su titular. La opinión más difundida es que se trata de un derecho de crédito típico, ya que el titular del título goza de un crédito frente al ente emisor, para cobrar los intereses y para percibir en una época predeterminada el reembolso de capital. Es pues lo que perfectamente puede denominarse un título de crédito que incorpora

un derecho de crédito contra la entidad emisora. Aunque la prestación principal sea el pago de intereses y la devolución del capital, no se agotan en estos derechos tal como lo preceptúa la doctrina mercantil extranjera, los derechos de los obligacionistas, quienes gozan además de ciertas facultades de intervención en la vida de la Sociedad deudora, por lo que no es posible reducir la obligación a un simple título de crédito de contenido pecuniario. Algunos creen, que este tipo de documentos deberían de incluirse dentro de aquellos denominados por la doctrina mercantil, títulos de participación, en atención a las facultades de intervención y control de la vida del ente emisor, que pueden atribuirse en determinados casos a los tenedores de los títulos. En muchas legislaciones, se confiere a los obligacionistas no sólo el derecho a la percepción de intereses y a la retribución del capital, sino que una intervención más o menos extensa en la vida de la entidad emisora.

En este orden de ideas, puede decirse que las obligaciones son medios gráficos de expresión, que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo, constituido a cargo del ente emisor; pero además, como dijimos son títulos de crédito perfectos, porque reúnen las notas de incorporación, literalidad y autonomía que caracterizan esta categoría de documentos. En primer término hay incorporación porque la relación que existe entre la participación del obligacionista y el documento en que se incorpora, es de tal modo vinculante, que hace al documento necesario, no sólo para constituir el derecho mismo sino para su ejercicio y circulación. Se está en presencia, en consecuencia, de un documento en el que se encuentra incor

porado un derecho; ante un documento de eficacia constitutiva dispositiva. Constitutiva, porque su redacción es necesaria para originar, o sea para crear el derecho y dispositiva, porque constituido el derecho, éste no tiene una vida independiente del documento, sino que quedan ligados y subsisten compenetrados de modo que la tenencia del documento, es el supuesto necesario para la atribución del derecho. Siendo las obligaciones, documentos de eficacia constitutiva dispositiva, es natural que el contenido del derecho que incorpora se delimite por el tenor del documento, es decir, por la redacción del documento, que es la que establece la disciplina a que está sujeto el derecho. En este sentido puede afirmarse que las obligaciones incorporan derechos literales.

Ahora bien, la literalidad no equivale a la independencia o abstracción, ya que puede suceder que un valor mobiliario se refiera a otros documentos, dándoles con ello valor a las estipulaciones allí estampadas, por virtud de la mención que se hace en el título de las referencias en él anotadas. Tal es el caso de los títulos a que hice alusión anteriormente y calificados por la doctrina alemana de incompletos, entre los que según ellos se encuentran las obligaciones o "debetures".

El tenedor de una obligación se encuentra sujeto a las excepciones derivadas de las estipulaciones del documento, como por ejemplo el acta de emisión. Pero esta circunstancia, en opinión general de la doctrina, no le quita a las obligaciones el carácter de literalidad, pues la mención en el título, es suficiente para afirmar el requisito de la literalidad.

Ahora bien, cuáles son las características de este tipo de valores mobiliarios? En este tipo de valores mobiliarios, hay características particulares, que convierten al obligacionista en un acreedor especial, situado frente al prestatario, es decir en una postura diversa de aquélla en que se encuentra un acreedor ordinario. Estas características son:

1o) La unidad del empréstito.

Se trata de un empréstito único y no de tantos préstamos como títulos se emitan. Por lo general, la emisión de obligaciones se acuerda en asamblea general de accionistas de una sociedad como un acto único de voluntad. Además, las obligaciones son emitidas con relación a un único programa, porque todas son reembolsadas en la misma forma y gozan de las mismas garantías. La emisión constituye un acto único para la sociedad, en contra de lo que sucede con la emisión de otros títulos de deuda que tienen su origen en negocios diversos.

La entidad emisora, al anunciar la emisión de obligaciones, no solicita, para el caso del préstamo, tantos préstamos como obligaciones lance al mercado, sino que por el contrario, requieren de una sola cantidad global, que está fraccionada para facilitar la suscripción de las mismas. Existe pues, una unidad de empréstito y pluralidad potencial de titulares del crédito, pudiendo haber tantos prestamistas como obligaciones se hayan emitido. Los obligacionistas gozan todos de la misma clase de derechos; tienen los mismos deberes; corren los mismos riesgos; aceptan las mismas condiciones; se encuentran, en consecuencia, en pie de igualdad frente a la entidad

emisora, lo cual produce entre ellos una comunidad de intereses que les lleva muchas veces a agruparse para velar por la defensa de sus intereses, dando origen a las diversas formas de agrupación convencional, tales como los sindicatos o las asociaciones de obligacionistas.

2o) Carácter colectivo del préstamo.

Un préstamo común y corriente puede tener carácter colectivo, según que los sujetos activos y el sujeto pasivo del mismo no sea una sola persona sino una pluralidad de personas.

En la emisión de obligaciones se da el carácter colectivo necesariamente, como presupuesto esencial, puesto que el sujeto activo o sea, el prestamista no es una sola persona sino que son varias. El acreedor en este caso no es un determinado capitalista, sino un conjunto de capitalistas indeterminados. El préstamo puede ser calificado de préstamo anónimo. El obligacionista es por definición, el elemento de un todo, lo cual no excluye, lógicamente, la posibilidad teórica y aun práctica, de que una misma persona tenga en su poder todos los títulos obligacionistas de una emisión, al igual que las acciones de una Sociedad Anónima que también son parte de un todo - el capital social -, pueden existir en manos de una sola persona, como tenedor de los títulos.

3o) División de la deuda en fracciones.

4o) Representación de las fracciones del préstamo por medio de títulos negociables.

Del análisis de las características de este tipo de valores mobiliario, se deduce como consecuencia natural, la existencia de una

comunidad de intereses, no sólo entre los tenedores de los títulos, sino también entre éstos y el ente emisor.

Cuando el préstamo es a largo plazo y de una elevada importancia económica, los tenedores de los títulos están interesados en la prosperidad continuada del ente emisor, ya que esa prosperidad asegura su derecho y aumenta el valor en bolsa de sus títulos, beneficiándose por consiguiente con la solidez y prosperidad del ente deudor.

Tanto las acciones a que hice referencia en el literal anterior, como las obligaciones, son valores mobiliarios creados en serie por Sociedades. En consecuencia, las obligaciones tienen varias semejanzas con las acciones, en cuanto a su creación, naturaleza, negociabilidad, etc. Pero asimismo, tienen diferencias esenciales, las cuales son consecuencia de la naturaleza distinta de los derechos que corresponden al accionista y de aquellos que corresponden al tenedor de las obligaciones.

La uniformidad de los títulos, acciones y obligaciones, tiene una antítesis esencial de caracteres jurídicos y económicos en vista que los primeros, son documentos que se originan precisamente en el contrato o pacto social y los segundos se originan en un contrato diverso, de aquél de la constitución de la sociedad. Su diferencia puede resumirse diciendo, que el accionista es socio de la sociedad, en cambio el obligacionista no lo es.

Las semejanzas que son comunes a las acciones y las obligaciones son las siguientes:

1o) Tanto las obligaciones, como las acciones, son valores mobiliarios emitidos en serie, o sea en masa, confiriendo los mismos derechos y obligaciones a todos los tenedores de los mismos.

2o) Ambos, son valores mobiliarios que incorporan, unos de rechos de crédito y otros derechos de distinta naturaleza. Además ambos conllevan el crédito en términos generales y se reputan cosas mercantiles.

3o) Tanto las obligaciones como las acciones son títulos negociables e indivisibles.

Ambos son títulos representativos del patrimonio social. La acción representa la aportación del socio que ha llegado a formar parte del capital social; y la obligación representa la parte que los suscriptores aportan para integrar el capital que se ha dado a la empresa emisora. De aquí, que una gran parte de la doctrina, hable sin rigor técnico jurídico de capital-acciones y de capital-obligaciones.

4o) Tanto las acciones como las obligaciones, son títulos representativos de partes alícuotas de un capital.

5o) En cuanto a la designación del titular, pueden ser nominativas, al portador o a la orden de acuerdo con las distintas legislaciones; aunque normalmente, la emisión de obligaciones se hace al portador.

La finalidad económica que se proponen los suscriptores de ambas clases de títulos es similar, ya que se pretende obtener un rendimiento por la cuantía aportada.

6o) En cuanto a la forma externa también se encuentran semejanzas tales como que pueden adherirse tanto a las acciones como a

las obligaciones, cupones para el cobro de los rendimientos que éstas otorgan.

7o) La función económica de ambos tipos tiene grandes semejanzas, ya que ambos representan procedimientos de financiación similares, ya que lo que se pretende es efectuar una inversión, evitando en lo posible los riesgos del empresario.

Tanto las acciones como las obligaciones confieren a sus tenedores dentro de cada serie idénticos derechos.

En cuanto a las diferencias pueden señalarse las siguientes:

1o) La diferencia primordial se refiere, a que la acción incorpora, como elemento fundamental, la de conferir a los tenedores la calidad de socio de la sociedad anónima, es decir, de miembro de una entidad corporativa. La obligación por el contrario, incorpora no una calidad de socio, sino un derecho de crédito propiamente dicho contra el ente emisor del título. En consecuencia, el accionista es un elemento interno que forma parte del organismo social; el obligacionista es un elemento externo que está o se contrapone frente a tal organismo. En consecuencia, el socio es partícipe de la sociedad, el obligacionista es un acreedor de ella.

2o) Las acciones son valores de renta variable; las obligaciones son de renta fija. Las acciones dan derecho a un dividendo proporcional a las utilidades sociales. Las obligaciones, dan derecho a un interés que no depende del resultado de los negocios de la sociedad y que se deberá de pagar aún cuando los resultados arrojen pérdida, salvo pacto en contrario, al que me referiré al tratar de las diversas clases de obligaciones.

3o) En cuanto a las acciones, como partes representativas del capital social de la sociedad anónima, es indispensable que todas ellas se encuentren suscritas; en cambio, es innecesario que todas las obligaciones estén suscritas para considerar válida la operación, ya que, la suscripción incompleta de las obligaciones emitidas, no afecta la esencia de la sociedad; ni la deficiencia de la suscripción grava los riesgos de los suscriptores anteriores.

4o) Las obligaciones son títulos abstractos porque diversamente de las acciones los derechos a ellas incorporados son independientes del negocio que da origen a su emisión, ya sea este un mutuo o cualquier otro contrato no influye en ellas.

5o) En cuanto a la naturaleza del contrato que nace, es la distinción fundamental, la cual es base de las otras diferencias. Las obligaciones nacen de un contrato ya sea préstamo, compraventa o cualquier otro; las acciones por el contrario, nacen precisamente del pacto social. Estas representan una cuota del capital social, y aquéllas por el contrario, representan un crédito contra la sociedad. La diferencia es clara; las obligaciones no confieren ningún derecho social. El título de renta - obligación de una sociedad - es un crédito contra ella, mientras que la acción, es el título de propiedad sobre el patrimonio de la sociedad con derecho a los beneficios de la misma y a seguir los destinos de la sociedad. El accionista hace su aportación al capital social. El obligacionista al patrimonio social, pero no al capital social. Se aumentan los recursos por la emisión de obligaciones y ello permite a la sociedad emprender nuevos negocios, en espera de beneficios más altos, pero su pasivo se encuentra

por otra parte, aumentado en una cifra igual, pues su capital en sí, su capital social no ha variado.

6o) En cuanto a la naturaleza de los derechos que confieren son diversos, Las acciones representan ya sea dinero en efectivo, otras clases de bienes muebles o inmuebles, que se aporten a la sociedad; las obligaciones siempre representan un crédito en dinero a cargo del ente emisor. Son parte de todos los débitos pecuniarios, que la sociedad asume frente a terceros.

7o) El obligacionista, tiene derecho incondicional a percibir un interés fijo, con independencia de los resultados prósperos o adversos del ente emisor, salvo como dije los pactos en contrario que pueden afectar la emisión de obligaciones, a los cuales me referiré al tratar de la clasificación de los mismos. El interés a que tiene derecho el obligacionista está determinado precisamente por el acta de emisión, El accionista por regla general, sólo tiene derecho a recibir la parte proporcional que le corresponde en las eventuales utilidades, las cuales son siempre variables, quedando vinculado a los resultados beneficiosos o no de los negocios que aquélla realiza. El obligacionista, tiene derecho a percibir un interés por el crédito concedido el cual debe de pagársele independiente de que la sociedad tenga o no utilidades; el importe de los intereses a que tiene derecho es fijo y no puede exceder de determinada cantidad o sea de aquella que ha sido fijada por el acta de emisión. En tanto, el dividendo producido por las acciones es variable e ilimitado.

La participación en los beneficios de la sociedad emisora, es facultad exclusiva del accionista, no del obligacionista. El prime

ro percibe los dividendos activos que le corresponden, siempre que el balance de la sociedad arroje utilidades y sea acordado por la junta general de accionistas.

Si hay pérdida, la acción constituye la medida de la participación del socio en las pérdidas; pero la obligación y su tenedor son enteramente ajenos a ella, ya que en ningún caso participan de los saldos negativos y por lo cual no serán reducidos los intereses y el capital que les corresponde, salvo con el expreso consentimiento de los tenedores de las obligaciones.

En cuanto a la cotización en Bolsa, esta suele variar poco en relación al precio de las obligaciones. Las acciones sufren más variaciones puesto que están vinculadas a la suerte económica del emisor; a la consistencia patrimonial de la sociedad; a la estima que se tenga en la dirección en la gestión social y a las fluctuaciones de la moneda. Por esto se llaman los primeros, valores de inversión y los segundos, valores de especulación. Se considera la obligación como una inversión más segura que la acción, en razón de la seguridad del reembolso y de la fijeza del interés.

8o) Las obligaciones se reembolsan por medio de la restitución integral de su valor nominal; en cambio, las acciones sólo tienen derecho a participar, en caso de liquidación de la sociedad, en la división del patrimonio social; cuota que en algunos casos no será igual a su valor nominal, pero sí proporcional a él. Mientras los obligacionistas y demás acreedores no hayan sido enteramente pagados, el accionista no tiene derecho al reembolso, ni al prorratio que corresponde a su acción; y esto únicamente a la expiración del plazo de la socie

dad. Podrá reembolsar su dinero indudablemente por medio de la negociación de sus títulos, pero ello no es una amortización, sino que una compraventa o una transmisión de sus derechos. En cambio, el pago de las obligaciones se hace en las épocas fijadas de antemano para su amortización y es consecuencia natural del carácter que éstas tienen, ya que todas ellas son reembolsables. El plazo de amortización, por ejemplo, no podrá nunca exceder de aquél de la duración de la sociedad emisora.

9o) Por el reembolso de las obligaciones, se rompe la relación entre el obligacionista y la sociedad. Puede darse el caso de a mortización de acciones, pero en este caso no se rompe la relación entre el accionista y la sociedad, sino que por el contrario aquél sigue siendo miembro de ella y recibe a cambio de su título amortizado, cuando esto se utiliza, una acción de goce, que le da derecho a percibir una parte proporcional de los beneficios, siempre que éstos excedan de un porcentaje que se reserva previamente a los accionistas de capital y a participar en el remanente que produzca la liquidación, una vez que hayan sido reembolsadas íntegramente las acciones de capital.

10o) La calidad de obligacionista no da derecho en principio a intervenir en la vida de la sociedad deudora, aunque ésta no puede realizar en determinados casos algunos actos, sin el permiso de los obligacionistas.

11o) Los riesgos del obligacionista quedan reducidos a la insolvencia del emisor e incluso este riesgo desaparece o se reduce si las obligaciones tienen una garantía especial. El accionista arriesga

siempre su capital, ya que en caso de liquidación sólo percibe el remanente si existe, una vez pagadas todas las deudas sociales.

En caso de liquidación de la sociedad por disolución o por quiebra, deben de amortizarse siempre primero todas las obligaciones, ya que éstas son créditos contra la sociedad y una vez que éstas hayan sido pagadas íntegramente, si queda algún remanente, tienen los accionistas derecho a que se reparta entre las acciones en la forma proporcional que le corresponda.

Las diferencias que han sido anotadas, son las que por lo general se observan en las obligaciones ordinarias y las acciones comunes, pero muchas veces algunas o todas estas diferencias desaparecen cuando las obligaciones y las acciones presentan caracteres especiales. Si por ejemplo, al obligacionista no se le concede únicamente un interés fijo, sino que además se le da una participación en los beneficios, y si al accionista se le fija un dividendo limitado o se le restringen sus derechos de voto, observamos que la nitidez de distinción se atenúa. Las acciones de voto limitado, confieren a sus tenedores derecho a una renta fija que durante los primeros años puede no estar condicionada a la obtención de beneficios. Pero a pesar de la hibridez que ocasionan estos fenómenos, creo que la diferencia entre acciones y obligaciones se mantiene en el fondo, no obstante las situaciones transitorias que momentáneamente parecieran identificarlas, siempre surgen con sus características propias, cada una de las instituciones.

En cuanto a las diversas clases de obligaciones se pueden señalar las siguientes:

1o) Según al país de emisión, estas pueden ser nacionales o

extranjerías.

2o) En cuanto a la forma de emisión, es decir, atendiendo al desembolso que los suscritores tienen que hacer para adquirir los títulos, se pueden dividir en la forma siguiente:

a) Obligaciones a la par.

En estas el capital desembolsado por el inversor es idéntico al valor nominal del título.

b) Obligaciones por debajo de la par.

En esta clase de obligaciones, el valor nominal es superior al dinero en efectivo realmente entregado por el inversionista; la diferencia constituye un beneficio que obtiene el titular de la obligación cuando ésta es reembolsada.

c) Obligaciones por encima de la par.

Son aquellas en que el dinero necesario para adquirir los títulos es superior al valor nominal determinado en las mismas. En la práctica no es corriente este tipo de obligaciones, ya que el suscriptor sufriría una pérdida al efectuarse la amortización, pues sólo percibiría el valor nominal. Este tipo de emisión se utiliza, cuando las amortizaciones no comienzan hasta varios años después y el tipo de interés es bastante elevado, para compensar al obligacionista.

En cuanto a la designación del titular como ya he hecho referencia, estas pueden ser al portador, a la orden, nominativas y nominativas con circulación restringida, no obstante que como he dicho, las obligaciones más difundidas son aquéllas que se emiten al portador. Ahora bien, en aquellos países, en los cuales se utilizan las obligaciones al portador, estas llevan siempre adherido cupones para el pago de

los intereses, los cuales son pagaderos al portador, como en el caso de Inglaterra, donde se denominan "Interest Cupons Payable To The Bearer".

Según los derechos que confieren.

Ya se sabe, que los derechos que ordinariamente se confieren los obligacionistas, son el percibir un interés, obtener el reembolso de capital y a veces poder intervenir en la vida de la empresa. Ahora bien, debe de observarse el principio general de que todas las obligaciones pertenecientes a una misma emisión deben de gozar de iguales derechos, pero ello no implica que no puedan existir diversas emisiones dentro de una misma sociedad. Una de obligaciones ordinarias y otras de obligaciones preferentes o privilegiadas, ya sea en cuanto a los intereses, las garantías, reembolsos, etc.

En cuanto a los intereses a que dan derecho. Se pueden clasificar en: obligaciones de renta fija y obligaciones de renta variable.

Las obligaciones de renta variable, no significan que los intereses que produzcan sean eventuales, sino que se fija un tipo mínimo de interés y después, se otorga una participación en los beneficios sociales; dicha participación está subordinada a la atribución de un dividendo mínimo a los accionistas. Este tipo de obligaciones con interés variable, son conocidas en el Derecho Británico con el nombre de "Profit Debenture" y en el derecho de los Estados Unidos de Norte América, se les denomina "Income Bonds", caracterizándose por la circunstancia de que los intereses estipulados, se pagan únicamente cuando la sociedad realiza beneficios.

Según la convertibilidad de las mismas.

Si a los tenedores de los títulos emitidos se les da la opción para que en determinado tiempo y a determinado precio puedan canjear sus obligaciones por acciones de la sociedad emisora, se denominan a esos títulos obligaciones convertibles. Este tipo de obligaciones, se ha difundido mucho en diversos países.

Las obligaciones convertibles son aquéllas, en las que se confiere el derecho de convertir las obligaciones en acciones. Se emplean con frecuencia en los Estados Unidos de Norte América, en donde se les denominan "Convertible Bonds", "Convertible Securities". Así mismo se han difundido en Alemania e Italia. Este tipo de obligaciones ha sido reglamentado recientemente en Francia.

Según la garantía de reembolso.

Las obligaciones que no están garantizadas de modo especial se denominan obligaciones ordinarias. Aquéllas otras que confieren a sus tenedores derechos sobre determinados bienes, para hacer efectivos sus créditos en caso de que la sociedad no cumpla con la obligación contraída, se denominan "Obligaciones Garantizadas". Las primeras gozan únicamente de la garantía que tienen los acreedores ordinarios esto es sobre el activo social.

Según la naturaleza de la garantía.

Las obligaciones se subdividen en obligaciones con garantía hipotecaria, con garantía de efectos públicos o privados, con prenda sin desplazamiento y con aval del Estado o de otra Sociedad.

Las obligaciones hipotecarias, son denominadas en el Derecho Inglés "Mortgage Debentures" y en los Estados Unidos de Norte América,

se les denomina "Mortgage Bonds". También existe en el Derecho Anglonorteamericano las denominadas "Debentures Secured By Floating Charge", es decir obligaciones con garantía general consistente en to dos los bienes presentes y futuros de la Sociedad, que es una fórmula típicamente inglesa. Esta expresión "Floating Charge", significa un privilegio general sobre todo el activo presente y futuro de la Sociedad, la cual sin embargo, puede disponer libremente de sus bienes, e incluso afectarlos con garantías especiales, tales como el "Mortgage", el cual confiere preferencia sobre aquellos garantizados con la "Floating Charge", pero los debenturistas garantizados por ésta, tienen preferencia sobre los acreedores ordinarios.

Cuando las obligaciones están garantizadas con prenda de efectos públicos o privados, son denominadas en el Derecho Anglonorteamericano "Collateral Trust Bonds" y, cuando están avaladas por otras sociedades se denominan "Joint Bonds". Puede afirmarse, que la emisión de obligaciones puede garantizarse por cualquiera de los medios reconocidos por el Derecho para asegurar las prestaciones a que se obliga el deudor, no obstante que generalmente se emplean garantías reales, por ejemplo la prenda, la garantía flotante, la prenda sin desplazamiento o la hipoteca; y con garantía personal como son la garantía del Estado o de alguna Corporación Pública, garantía Bancaria o con garantía de otras sociedades o aquéllas otras con garantías especiales sobre el crédito.

En el derecho anglonorteamericano, pueden consituirse diversas clases de gravámenes en garantía de las obligaciones emitidas por Sociedades, como por ejemplo:

1o) El derecho de confiscación concedido a las obligaciones para garantizar la emisión de obligaciones.

2o) La pignoración del capital-acciones, cuyo importe no ha sido llamado por la sociedad.

3o) Garantía de transferencia otorgada por medio de un título que puede ser enajenado al que se le denomina "Bill of Sale", el cual si llega a hacerse efectivo por una persona puede exigir la inscripción correspondiente en el Registro de Hipotecas Mobiliarias., inscripción que es denominada "Registration as a Bill of Sale".

4o) La pignoración de inmuebles o de los derechos conexos.

5o) La pignoración de créditos quirografarios.

6o) La constitución de un "Floating Charge", tal como he hecho referencia anteriormente.

7o) La pignoración del capital-acciones que se haya exigido, pero no pagado todavía.

8o) La pignoración de naves o de una participación en ellas, la pignoración del "Good Will", o sea del valor de la clientela, de una patente de inversión o de una licencia para la explotación de cualquier invento, de derechos de autor o de las licencias correspondientes.

Según el Plazo de Reembolso.

Las obligaciones pueden ser: a) reembolsables a plazo fijo, b) amortizables por sorteo en el transcurso de varias anualidades.

Según la Forma de Reembolso.

Esta clasificación está íntimamente ligada a las formas de emisión o sea obligaciones a la par, debajo de la par o encima de la par. Estas pueden clasificarse en: a) obligaciones reembolsables al

tipo de emisión, o sea que se reembolsan por la misma cantidad que se otorgó al suscribirse y que coincide con el valor nominal de las mismas; b) obligaciones que se reembolsan en cantidad superior a la entregada, bien con carácter general, esto es para todas las obligaciones, o bien con carácter excepcional para emisiones especiales. El primer caso es el de las obligaciones con prima, el segundo el de las obligaciones con premio, de allí que se pueden clasificar en los grupos siguientes:

1o) Obligaciones reembolsables al tipo de emisión.

2o) Obligaciones reembolsables con prima, cuando las obligaciones son emitidas por una cantidad inferior a su valor nominal, la diferencia que percibe el obligacionista al efectuarse el reembolso será el valor nominal, constituyendo su beneficio. Así si se han emitido obligaciones por un valor nominal de ₡1.000,00 a ₡950,00 como deben de ser reembolsadas por ₡1.000,00, hay un beneficio a favor del titular equivalente a ₡50,00. La doctrina mercantil considera que en el caso anteriormente planteado, se está en presencia de las denominadas obligaciones con prima.

No obstante, aunque la diferencia constituye un beneficio para el obligacionista, yo considero que en este caso no se está precisamente ante las obligaciones con prima, sino ante las obligaciones emitidas por debajo de la par. Obligaciones con prima propiamente, serían aquellas tomando el sentido gramatical de las palabras, que al ser amortizadas dan derecho a su titular a percibir una prima con independencia del tipo de emisión a que se suscribieron. En las obligaciones con prima, el ente emisor deudor debe satisfacer una suma que generalmente

es un porcentaje arriba del valor nominal, además de reembolsar el valor nominal del título. Cuando no hay prima, el emisor se libera de su obligación satisfaciendo exclusivamente el valor nominal de las obligaciones.

En cuanto a las primas éstas pueden ser:

Prima de emisión cuando las obligaciones se emiten por debajo de la par.

Prima de amortización, cuando las obligaciones se emiten por su valor nominal, pero se reembolsan por una cantidad superior, otorgando dicho beneficio, a todos los títulos, o sólo a los favorecidos en el sorteo, o sea las obligaciones con premio.

Prima mixta de emisión y de amortización, cuando las obligaciones se emiten por bajo del valor nominal y son reembolsables por cantidad superior a este valor.

Prima de conversión, cuando el derecho a percibir la prima se concede a los tenedores que hubieren aceptado voluntariamente la reducción del tipo de interés de otras obligaciones previamente circulantes.

Prima de cotización, consiste en la diferencia entre el valor de la última cotización en bolsa y el tipo de amortización.

Ahora bien, considero que sólo merecen el nombre de obligaciones con prima en sentido estricto, aquéllas que dan derecho a las llamadas primas de amortización caso de que ésta se entregue con carácter general a todos los obligacionistas, excluyendo aunque no por su distinta naturaleza, las que dan derecho a lotes o premios especiales.

Obligaciones con Premio .

Este es un tipo menos frecuente en la emisión de obligaciones que de las que se emiten con prima. Las obligaciones con premio, dan derecho no sólo al reembolso del valor nominal, sino a participar en el sorteo de determinados premios en dinero en efectivo, que se hacen al efectuarse las amortizaciones periódicas de las mismas.

Lo mismo que en las obligaciones con prima, el precio de a mortización es igual para todos, pero en las obligaciones con premio, el aumento de capital, no aprovecha todas las obligaciones sino sólo aquellas favorecidas en el sorteo.

En cuanto al problema de cuándo será conveniente para una Sociedad Anónima emitir acciones u obligaciones, es decir, aumentar su capital social haciendo una nueva emisión de acciones, o cuándo le será más beneficioso hacer una emisión de obligaciones, depende de las circunstancias financieras de la Sociedad de que se trate, pero, en términos generales, puede decirse que conviene a una Sociedad Anónima emitir o poner en circulación en el mercado de valores, obligaciones o debentures en las circunstancias siguientes:

1o) La Sociedad Anónima debe tomar en consideración que si aumenta su capital social, emitiendo nuevas acciones, se tiene el inconveniente de que aumentará el número de accionistas participantes en los beneficios de la Sociedad, lo mismo que en las juntas generales de accionistas, corriendo el riesgo de perder una mayoría de votos, con la que contaba antes de la emisión de las nuevas acciones, ocasionada por el aumento del capital social, y si esa mayoría es considerada esencial para la buena marcha de los negocios de la Sociedad.

Sin embargo, la emisión de nuevas acciones, tiene ciertas ventajas en contraposición a la emisión de obligaciones, ya que no se recarga a la Sociedad con el pago de intereses y la amortización de las obligaciones.

El aumento del capital social en vez de la emisión de obligaciones es aconsejable, cuando el producto de ese aumento se utilice para la adquisición de bienes permanentes y no como un medio para la obtención de capital de trabajo para la sociedad.

Una de las ventajas que tiene la Sociedad al emitir obligaciones en lugar de aumentar su capital social, es que una vez que se ha dejado de utilizar el capital líquido que le ha sido proporcionado por la emisión de las obligaciones, ésta puede adquirir sus mismas obligaciones en Bolsa, desligándose de todo vínculo que la una con los obligacionistas y dejando de pagar los intereses pactados, ya que el fin perseguido por la emisión de obligaciones es aumentar por un plazo determinado el capital líquido de la sociedad, distribuyéndolo en forma tal que la rentabilidad que este capital produzca, sea suficiente para poder cubrir los intereses pactados, amortizar los títulos y dejar una utilidad razonables a la sociedad, en forma tal que una vez efectuada la amortización de los títulos, se vea aumentado el patrimonio social. Este procedimiento en consecuencia, es recomendable cuando al destino que ha de darse a la suma obtenido con la emisión de las obligaciones, puede producir un rendimiento de utilidades superior a los intereses y amortizaciones que deben de pagarse a los obligacionistas.

Cuando la Sociedad no obtiene beneficios, o aquellas utilidades

que logra son insuficientes para el pago de los intereses y la amortización de los títulos, la emisión de obligaciones en lugar de beneficiar a la sociedad contribuiría precisamente a la quiebra de la misma, y en este caso, es preferible la emisión de nuevas acciones.

No obstante, pueden existir motivos no de índole interna, sino razones objetivas que puedan influir en el hecho que una sociedad emita títulos obligacionales en lugar de acciones como medio de aumentar su patrimonio, por ejemplo una Sociedad que por la naturaleza de sus operaciones, su novedad en el mercado y cuyas perspectivas de éxito o de lograr utilidades no se perciben en un futuro próximo, difícilmente encontraría suscriptores para sus nuevas acciones, pero es más seguro que encuentre suscriptores de obligaciones, ya que éstos no quedan sujetos a los riesgos a los que se someten los integrantes de la sociedad. En consecuencia, el obligacionista tendría garantizado el pago de un interés periódico y el reembolso de sus capitales independientemente que en la gestión social se obtengan beneficios o no y que éstos sean o no considerables. Resumiendo, puede decirse, que la emisión de las obligaciones es preferible cuando las necesidades de capital líquido por la sociedad sean únicamente transitorias.

Ahora bien, dentro del derecho positivo salvadoreño, ¿pueden las Sociedades Anónimas emitir este tipo de valores mobiliarios, es decir, "debentures u obligaciones"?

Nuestro Código de Comercio no tiene ninguna disposición al respecto, no reglamenta la emisión de las obligaciones o debentures por Sociedades Anónimas, en consecuencia, aparentemente podría creerse de que no está autorizada en nuestro derecho positivo la emisión de obliga-

ciones por parte de las Sociedades Anónimas.

A este respecto, cabe hacer las consideraciones siguientes: hay muchas legislaciones, como la nuestra, como es la legislación uruguaya, en la cual, no está reglamentada la emisión de obligaciones de una manera precisa por la ley, pero éstas quedan sujetas a las disposiciones del derecho común.

En mi concepto, considero que las Sociedades Anónimas existentes en El Salvador, y que se rigen bajo la ley salvadoreña, sí pueden emitir obligaciones o debentures con base en los razonamientos siguientes:

1o) En virtud de la libertad de contratación, ya que, la emisión de obligaciones, sería un contrato entre la sociedad y los tenedores de los mismos, las cuales no tendrán objeto ilícito y como consecuencia estarían permitidas en nuestra legislación.

2o) El art. 589 No. 4 del Código de Procedimientos Civiles les otorga a esta clase de títulos el carácter de documentos ejecutivos.

3o) Porque hay previsiones en nuestra legislación, como es el caso de las disposiciones pertinentes en el Reglamento Interno del Poder Ejecutivo, en las atribuciones que le corresponden a la Secretaría de Economía, en las cuales en el art. 30 numeral 3o. una de las atribuciones de la misma, es la de promover y facilitar el ahorro y la formación de capitales y estimular las inversiones en empresas productivas y útiles para la economía del país y el numeral 4o. en la parte pertinente dice: "Autorizar la creación y vigilar el funcionamiento de empresas o sociedades de cualquier clase que emitan o se propongan emitir acciones o títulos de crédito para ser ofrecidos al público, y en ge-

neral a todas las empresas u organizaciones financieras que operen haciendo llamamiento al ahorro de los particulares". En consecuencia, considero que bajo los lineamientos de nuestra legislación el procedimiento a seguir para la emisión de obligaciones, sería el siguiente:

Opino que el acuerdo debe de ser tomado por una Junta General de Accionistas, en la cual se determine el programa de emisión de obligaciones, entendiéndose por programa, la forma en las cuales se llevará a cabo la emisión, es decir, el monto total que representarán las obligaciones, el valor nominal de las mismas, la forma de amortización, y el interés fijo a percibirse. Una vez tomado el acuerdo, se procedería a hacer la solicitud para que el Poder Ejecutivo en el Ramo de Economía autorizara a la Sociedad Anónima a la emisión de obligaciones para ser suscritas por el público y posteriormente, llevar a cabo el contrato por medio de una escritura pública en la que se fijaran las bases de la emisión y poner en circulación por medio de la recientemente creada Bolsa de El Salvador, los títulos para que pudieran ser adquiridos por el público.

C) Bonos.

Los Bonos son empréstitos realizados por el Estado, o por las instituciones oficiales o semioficiales, en los cuales contribuyen los particulares. Desde muy antiguo, se han considerado los empréstitos del Estado, los cuales se documentaban por medio de títulos de fácil circulación, tal como hice referencia al tratar sobre los Antecedentes y Desarrollo Histórico de las Bolsas de Valores.

En nuestra legislación, no existe una ley que determine la emisión de los bonos por el Estado, en forma general, ni aun para las ins

tituciones oficiales o semioficiales, pero puede decirse que en términos generales, corresponde la programación de la emisión de los Bonos del Estado, al Poder Ejecutivo en los ramos de Hacienda y Economía de conformidad con los artículos 29 numeral 6o. y 30 numeral 24 del Reglamento interior del Poder Ejecutivo, pero necesitan para hacer esta emisión la autorización del Poder Legislativo de conformidad con el art. 46 numeral 6o. C. P.

En cuanto a las emisiones de Bonos por parte de las instituciones oficiales autónomas o semiautónomas, estos están determinados por cada una de sus leyes especiales, como es el caso de los bonos emitidos por la CEL, la CEPA y de reciente creación por la ANTEL, Administración Nacional de Telecomunicaciones. En estos acuerdos, se determinan precisamente la forma de amortización, el valor nominal, y el valor total de emisión de las obligaciones, así como el interés fijo que devengarán.

En lo que respecta al fondo de las características y naturaleza jurídica de los Bonos del Estado y de los emitidos por las entidades oficiales autónomas o semiautónomas, éstas no difieren en lo esencial de las obligaciones a que he hecho referencia en el literal anterior, únicamente, que podía considerarse que pierden la fuerza ejecutiva en virtud de las disposiciones legales que no permiten el embargo de los bienes del Estado.

Regularmente, los bonos del Estado y los emitidos por las entidades oficiales autónomas o semiautónomas, gozan de las garantías ilimitadas del Estado, lo que significa, que están garantizados por todo el patrimonio, o sea la hacienda del Estado.

D) Bonos Hipotecarios.

Los Bonos Hipotecarios, son obligaciones o debentures, emitidas por una sociedad, cuyo objeto es la concesión de créditos hipotecarios. Al igual que las obligaciones, éstos se crean por la declaración unilateral de voluntad de la sociedad emisora, tienen un plazo de vencimiento y una tasa de interés; y su cobertura o sea la garantía para el cumplimiento o sea para la amortización y pago de los intereses de los bonos hipotecarios, consisten precisamente en los activos de la sociedad, o sea en las garantías hipotecarias que han sido otorgadas a favor de la sociedad, por las concesiones de crédito hechas por éstas o por cédulas y bonos que son creados para garantizarla, por medio de otras instituciones de la misma especie. Los bonos hipotecarios, se encuentran reglamentados en nuestra legislación precisamente por la Ley del Banco Hipotecario de El Salvador, solamente que se les ha denominado cédulas hipotecarias y certificados hipotecarios. En nuestra legislación la única diferencia que existe entre la cédula hipotecaria y el certificado hipotecario, es en cuanto al plazo para la amortización de estos títulos, ya que los certificados son hasta por 3 años y las cédulas hipotecarias a más de 3 años.

Estos bonos hipotecarios, están garantizados por los créditos hipotecarios constituidos a favor del Banco Hipotecario, por el fondo de garantía del Banco Hipotecario y por la responsabilidad subsidiaria e ilimitada del Estado.

Como consecuencia, lo que reglamenta nuestra legislación en la Ley del Banco Hipotecario de El Salvador, no son las cédulas hipotecarias sino que el bono hipotecario.

El sistema del derecho alemán, es parecido al nuestro, es decir, que no se confieren derechos contra el deudor hipotecario, ni sobre el inmueble que se hipoteca, sino que es una obligación directa del banco que tiene por cobertura un crédito hipotecario.

E) Cédula Hipotecaria.

La Cédula Hipotecaria tiene el siguiente procedimiento de creación. Una persona, que es propietaria de un bien inmueble, constituye, por declaración unilateral de voluntad, un crédito hipotecario a su cargo, con garantía del inmueble. Este crédito hipotecario queda dividido en tantas porciones como cédulas hipotecarias se pretendan emitir, y cada una de las cédulas queda incorporada en el crédito hipotecario. En consecuencia, el crédito hipotecario, que es inmobiliario por su naturaleza, se atomiza y se incorpora en cosas mercantiles muebles, como son las cédulas hipotecarias; en esta forma, el crédito hipotecario adquiere una gran movilidad, que facilita la movilización de grandes capitales. En este tipo de cédula hipotecaria, puede darse la intervención a un banco, para que certifique la existencia y el valor de las garantías y al mismo tiempo para que sirva como garante de cada una de las cédulas; en este caso, el banco tiene la calidad de avalista, pero su situación de intermediario entre el deudor hipotecario creador de las cédulas y el tomador de éstas adquiere perfiles especiales. En el caso en que intervenga el banco como garante de las obligaciones emitidas o sea de las cédulas hipotecarias, las acciones que derivan de la misma son dos: una, la acción hipotecaria contra el deudor principal, o sea el deudor de las cédulas hipotecarias y otra, una acción cambiaria directa en contra del banco avalista.

F) Certificados de Participación.

El Certificado de Participación, es un valor mobiliario, emitido por una persona natural o jurídica, el cual representa una parte alícuota, del derecho de dominio sobre bienes muebles o inmuebles, sobre la rentabilidad que éstos producen.

Este tipo de valores mobiliarios, es desconocido en nuestra legislación positiva.

El Banco Central de Reserva de El Salvador, emite unos títulos denominados "Certificados de Participación", los cuales atribuyen a sus titulares, la parte proporcional de los beneficios que obtenga el Banco en las diversas inversiones que realiza con los fondos que son aportados por los tenedores de los títulos.

La adquisición de estos certificados, actualmente, está restringida, en vista que únicamente pueden adquirirlos los bancos comerciales que operan en el país, con el objeto de formar una parte del encaje exigido por el Banco Central de Reserva; no siendo, susceptibles de circulación entre los particulares.

Este valor mobiliario, que emite el Banco Central de Reserva de El Salvador, no es en esencia un valor mobiliario bursátil, precisamente por la restricción a que está sujeta su circulación; en consecuencia, no es a este tipo especial de título al que me refiero en el presente epígrafe.

Los certificados de participación representan un fondo común - la inversión financiera de capital líquido en bienes muebles, inmuebles o en valores mobiliarios. En cuanto a que el capital líquido necesario para la inversión haya sido aportado por un grupo de inversionis

tas, por un inversionista personal aisladamente, o por una persona jurídica, no tiene relevancia alguna, ya que una vez que se ha materializado la inversión en los bienes muebles, inmuebles o en los valores mobiliarios, y se han emitido los certificados, cada certificado de participación representa la porción que tiene el titular del título, en el fondo común o en la rentabilidad que este fondo produzca. La rentabilidad líquida, se distribuye en consecuencia proporcionalmente entre los tenedores de los títulos.

Este tipo de valores mobiliarios, es de uso común en los países regidos por el Common Law. No obstante, al igual que en El Salvador, este tipo de valores mobiliarios, no se utilizan y son desconocidos en las legislaciones positivas de los diversos países latinoamericanos, cuyos derechos mercantiles han tenido como antecedentes el Código de Comercio Francés y el Código de Comercio Español de 1829.

No obstante esta circunstancia, este tipo de certificados se han introducido en la legislación mercantil mexicana, en la cual son denominados "Certificados de Participación".

Debido a que la administración de los bienes, que son representados por los certificados de participación, se le otorga o más bien dicho, la ejerce el emisor, aparentemente, pareciera que la naturaleza jurídica, del acto de emisión de los certificados de participación fuera la constitución de una especie de fideicomiso. Esto no es exacto, ya que el fideicomiso, reconocido por nuestra legislación, y por la mayoría de los países latinoamericanos, es una institución de carácter civil; no obstante que en nuestra legislación, se le atribuye el carácter de operación bancaria.

En todo caso, si quisiera denominársele fideicomiso, al acta de emisión del certificado de participación debe de convenirse, que se trata precisamente de un fideicomiso de carácter mercantil, cuyo antecedente no es el fideicomiso reconocido por el Derecho Romano, y el antiguo Derecho Español, sino que debe de encontrarse precisamente en el "Trust" de los países anglonorteamericanos, ya que, no se trata de la afectación de un patrimonio o un fin determinado, ni de la inmovilización de los bienes que forman el patrimonio objeto del acto constitutivo, sino que por el contrario, se trata de dar la movilización necesaria que la economía financiera moderna requiere para la movilización de la riqueza y la justa distribución de la misma. Por medio de los certificados de participación, los cuales pueden tener infinidad de aplicaciones, que permite que diversas personas puedan llegar a ser propietarias y a obtener las rentabilidades que produzcan, ya sean los bienes muebles, inmuebles o los títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios.

El fideicomiso civil, reconocido por nuestra legislación, y por todas aquellas legislaciones que se inspiran en el Código Civil Chileno y por ende en el Código Napoleónico, tienen su origen tal como dije en el párrafo anterior, en el fideicomiso romano. La palabra fideicomiso, viene precisamente de las palabras romanas "fideicommissum" que significa: comisión de fe; encargo a la confianza; encomienda a la lealtad.

En el Derecho Romano, el fideicomiso tenía por objeto sosla-
yar los preceptos que regulaban la incapacidad sucesoria permitiendo,
romper la hermética normatización del principio de "Semper-Heres".

En su acepción pura, el fideicomiso, es aquella disposición testamentaria, en virtud de la cual una persona confía a la conciencia y buena fe de un tercero, el encargo de entregar todo o parte de los bienes que posee después de su muerte, a quien aquella designe y de acuerdo con las instrucciones establecidas en el testamento.

En el derecho anglonorteamericano, la palabra "Trust" que en realidad no se asemeja al fideicomiso, ha adquirido diversas acepciones y diversas aplicaciones en el campo del derecho. En la acepción pura, el "trust", consiste en conferir la gestión de los negocios de un patrimonio para que se lleve a cabo con una finalidad determinada. El otorgamiento de la gestión puede llevarse a cabo mediante una transmisión o declaración del propietario de los bienes, el cual se denomina "setlor", a favor de una o varias personas que son denominadas "trustee" o "trustus", destinando el beneficio que estos produzcan a favor de una o varias personas denominadas "cestui que trust", estableciéndose como consecuencia una división de la propiedad: la del "trustee" es una propiedad legal regida por el Common Law; la del beneficiario es una propiedad real reconocida por la "equity". Los conceptos del Common Law y Equity no responden a la traducción literal de derecho común y equidad. Son típicas y básicas del Derecho Anglosajón y no pueden explicarse sino como nociones derivadas de la historia de este derecho. La expresión Common Law, tiene un sentido amplio que implica el conjunto del sistema jurídico anglonorteamericano, pero en un sentido estricto se opone precisamente a la "equity".

Es a partir del siglo XIX que se inició el sistema por medio del cual, el Lord Canciller tenía la facultad de corregir (Juzgando equitati

ble conjuntamente a los socios de las deudas del "Trust".

El origen del "Trust" se remonta al derecho medioeval británico, en el cual era denominado "Uses", debido a que la persona a quien se transfería la propiedad de un bien inmueble, por medio de esta institución jurídica, debía de poseerla en nombre propio pero no para su beneficio sino para que ésta fuera utilizada por un tercero. En esencia, consistía en un negocio de confianza similar en ciertos aspectos al fideicomiso del derecho romano.

Ya en la Edad Media, los "Uses" eran una costumbre cimentada en las Islas Británicas.

La razón determinante para la aparición de los "Uses" en Gran Bretaña, fue la implantación de la legislación restrictiva de la "Mano Muerta".

La "Mano Muerta", es una vinculación a que están sujetos los bienes inmuebles pertenecientes a una Corporación. Es decir, que los bienes sujetos a "Mano Muerta" pertenecen a perpetuidad a la Corporación titular de los mismos, no siendo lícita su transmisión a otra persona, siendo por ende inalienable su propiedad.

El sistema de la "Mano Muerta", fue implantado por las Corporaciones Religiosas con el propósito que los bienes que adquirieran por donación o compra pertenecieran a perpetuidad a la Corporación.

La inalienabilidad de los inmuebles, bajo el régimen de la "Mano Muerta", privaban por consiguiente a los señores feudales de los beneficios que les otorgaba la institución del mayorazgo.

Debido a la preponderancia económica adquirida por la Iglesia, como consecuencia de la institución de la "Mano Muerta", surge la re-

presión por parte de los Estados contra la institución, prohibiendo es te tipo de vinculación, ya que afectaba la estructura económica y social que prevalecía en la Edad Media.

La primera norma prohibitiva de la "Mano Muerta" dada en Inglaterra, fue promulgada por Enrique III. Posteriormente, Eduardo I promulgó la Ley "De Viris Religiosis"; promulgando leyes en el mis mo sentido, Ricardo II y Enrique VIII.

En la actualidad, la "Mano Muerta" se encuentra prohibida en la mayoría de las legislaciones modernas. En Inglaterra por la "Mortmain and Charitable Uses Act" de 1888, con las modificaciones que se introdujeron en el año de 1891. En nuestro país, por el art. 140 de nuestra Constitución Política y por el art. 531 del Código Civil, relativo a las personas jurídicas.

Fue precisamente bajo el reino de Enrique III, que la Iglesia para evadir las prescripciones relativas a la prohibición de la "Mano Muerta", utilizó un subterfugo jurídico por medio del cual la persona que deseaba donar sus bienes a una corporación eclesiástica, transfería la propiedad de los mismos a una persona natural con la condición que el uso y el usufructo de la tierra, correspondieran a la corporación eclesiástica.

Durante muchos años, los tribunales ingleses no reconocieron al beneficiario, el cual es denominado en el derecho anglosajón "cestui que use", - ningún derecho para exigir del feudatario - persona a quien se le había transferido la propiedad - el cumplimiento de la con dición o sea de permitir al "Cestui Que Use" el uso de la tierra.

Los tribunales eclesiásticos, por el contrario trataron por to

dos los medios a su alcance de exigir el cumplimiento de la obligación contraída por el feudatario.

Posteriormente, el Lord Chancelor quien era el titular de la jurisdicción correspondiente a los tribunales de "Equity" reconoció el derecho que tenía el "Cestui Que Use", para compeler al feudatario a cumplir lo convenido por considerarlo de equidad y justicia. Es necesario aclarar, que la actitud adoptada por el canciller, se debió a que las personas que ejercieron estos cargos en la época de Enrique III eran eclesiásticos, los cuales trataban de asimilar al derecho anglosajón del Common Law la institución romana del fideicomiso y por ende permitir a las corporaciones eclesiásticas tener el uso y el usufructo de la tierra.

Ahora bien, el hecho que el tribunal de "Equity", reconociera los derechos del beneficiario, no afectaba en forma alguna el dominio del feudatario, ya que éste era el único propietario de la tierra de conformidad con las prescripciones del Common Law. En consecuencia, el derecho de que estaba investido el "Cestui Que Use", no era un derecho real sobre la tierra, sino que era un derecho personal contra el feudatario, para que éste le permitiera el uso de la tierra; por consiguiente, el canciller únicamente podía compeler al feudatario para que cumpliera con lo convenido, ordenándole en nombre del Rey que permitiera el uso de la tierra al "Cestui Que Use" bajo pena de desacato si no cumplía.

Este tipo de evasiones, por parte de la Iglesia a las prescripciones de la ley que prohibía la instrucción "Mano Muerta", dejaron de existir en Inglaterra debido al decreto 15, emitido por Ricardo II en

el año de 1391. No obstante, por diversas razones, los particulares y los señores feudales continuaron la práctica de esta institución jurídica, tan es así, que se ha dicho por los historiadores del Derecho Anglosajón, que para la época de la Guerra de Las Rosas, la mayor parte de la propiedad inmobiliaria de las Islas Británicas se encontraba bajo el régimen de los "Usos".

Es en el año de 1536, durante el reino de Enrique VIII, que se da en Inglaterra una legislación general que reglamentaba la aplicación de los "Usos".

Todas las derivaciones modernas del "Trust", tanto en el Derecho Británico, como en el Derecho Norteamericano, tal como hice referencia al principio, derivan precisamente de los "Usos" medievales, que se originaron en Inglaterra por las razones apuntadas.

En los Estados Unidos, una de las variedades del "Trust", y que es la que interesa para mi tema, es aquél que tiene por objeto reunir diversas aportaciones de capital, para formar un fondo común con el objeto de efectuar operaciones mercantiles. Este tipo de "Trust", adquiere el fondo común, por medio de contribuciones en efectivo de un número indeterminado de personas, las cuales, entregan su capital, a los "trustees", bajo la condición de que en el acto constitutivo, se establezca que el "trustee" será quien administrará precisamente los bienes, en los cuales se invierta el conjunto de capitales aportados por las diversas personas, comprometiéndose el "trustee" a entregar los beneficios que dichos bienes produzcan a los inversores menos un porcentaje de los mismos que es precisamente la retribución que obtiene el "Trust" por la administración del patrimonio. Se emiten certifica-

dos transferibles, a las personas que han contribuido a la formación del fondo común, y, los ingresos o la rentabilidad que se obtenga, de las inversiones realizadas por el "Trustee", se les paga a los tenedores de los certificados, como una especie de dividendos.

En vista que la organización del "Trust", es una adaptación del Common Law, no se requiere ninguna autorización legislativa, como condición previa para la constitución de este tipo de "Trust. Al constituirse el "Trust", se prevee, que únicamente la propiedad, amparada por el "Trust" será la responsable por las obligaciones que contraiga, no siendo responsable el "trustee", ni los tenedores de los certificados de participación. La distinción primordial que existe en este tipo de organización y la "Partnership" del Derecho Norteamericano, es que los tenedores de los certificados de participación, no pueden tener ninguna ingerencia en la administración de los negocios que realice el "Trustee". En consecuencia, si los tenedores de los certificados, están investidos del poder de nombrar y de remover de sus cargos a los "Trustees", los tribunales norteamericanos, consideran a este tipo de organización una "partnership". La aplicación del "Trust" en este sistema, como se ha dicho, no es solamente exclusivo de los Estados Unidos de Norte América, sino que en Inglaterra ya se han dado casos como el presente, precisamente en el caso de Smith contra Anderson, 15 Ch. C. 247*. Precisamente la organización de este tipo mercantil de agrupación capitalista, ha permitido el extraordinario progreso económico en los Estados Unidos de Norteamérica, dando origen

*Jurisprudencia Británica.

a las sociedades de inversión denominadas en el derecho anglonorteamericano "Investment Trust", a los que me referiré posteriormente.

En sus orígenes, la "Trust Company" en los Estados Unidos de Norte América, cuando ésta hizo su aparición en los años 80 del siglo pasado, era una organización mercantil, a la cual un grupo de accionistas de diversas Sociedades Anónimas asignaba la titularidad de sus acciones para que esta titularidad fuera ejercida por el organismo director de la organización, denominada "Board of Trustees", recibiendo a cambio, documentos que representaban el valor en dinero de la propiedad que transferían denominados "Trust Certificates", o sea "Certificados de Participación.

Este tipo de organización mercantil, originalmente no se denominaba de acuerdo con el objeto antes anotado, sino que se organizaban como compañías de seguros, ya que las actividades antes anotadas, eran secundarias dentro de la organización.

La "Trust Company" en la actualidad, es una organización mercantil cuyas actividades son diversas siendo la principal la que se anotó al principio o sea la de ser titular de diversas aportaciones, las cuales son amparadas por documentos que confieren a sus titulares el derecho de propiedad sobre los beneficios que el fondo común produce. Dentro de los diversos objetos que puede llevar a cabo este tipo de organización, es la administración de fideicomisos, la de ejecutores testatamentarios, la de realizar operaciones de banca comercial y de ahorro, servir como fiduciario en las emisiones de obligaciones, bonos, acciones, actuar como agente para el ejercicio de los derechos de voto de las diversas sociedades y como representante de los documentos

que representan los derechos para suscripción de nuevas acciones en el caso de aumentos de capital; asimismo, las actividades de la "Trust Company", pueden encaminarse para actuar como agentes de personas naturales, Partnership, sociedades y diversas clases de instituciones ya sean éstas públicas o privadas.

Tal como hice referencia en los párrafos que anteceden, la Legislación Mercantil Mexicana, ha introducido en el Mercado de Valores Mobiliarios, los "Certificados de Participación".

Los "Certificados de Participación" en la Legislación Mercantil Mexicana, pueden clasificarse de la siguiente manera:

A) "Certificados de Productos", que son aquéllos que incorporan una parte alícuota de los frutos o rendimientos que produzcan los valores mobiliarios, derechos o bienes de cualquier clase, en los cuales se hayan invertido fondos comunes.

B) Los "Certificados de Participación Inmobiliaria", que son aquéllos que incorporan el derecho a una parte alícuota del derecho de propiedad o de la titularidad de bienes, derechos o valores.

C) "Certificados de Liquidación", que son aquéllos que incorporan el derecho a una parte alícuota del producto que resulte de la liquidación de bienes, derechos o valores.

Existen además, los Certificados de Participación, emitidos por la Nacional Financiera S.A., los cuales están garantizados por la misma; por lo que en realidad representan títulos obligacionales, con garantía específica sobre los valores mobiliarios en los cuales haya invertido fondos la Sociedad emisora o sobre aquéllos que adquiera en el futuro.

El Certificado de Participación de la Nacional Financiera S. A., ha tenido un éxito notable en el mercado de valores mobiliarios y su colocación se ha extendido a países fuera de México.

No obstante que el antecedente de este tipo de valores mobiliarios, en la legislación mercantil mexicana, es el "Trust" angloamericano, al reglamentarse en la legislación mercantil, se ha desnaturalizado el certificado de participación, ya que a diferencia del "Trust Certificate" de los Estados Unidos de Norte América, el mexicano tiene como fundamento siempre la constitución previa de un fideicomiso en el sentido de la legislación romana, con la característica especial de considerarlo un fideicomiso mercantil, exclusivamente por el hecho de que el fideicomisario puede ser únicamente una institución de crédito.

En este tipo de certificado, no solamente se garantiza un rendimiento sobre los valores en los cuales se hayan invertido los fondos de la sociedad emisora, sino que también la devolución del valor de los títulos, o sea el valor nominal de los Certificados de participación.

En consecuencia, en la Legislación Mercantil Mexicana, salvo el caso de los certificados de la Nacional Financiera S. A., para emitir certificados de participación, es necesario la constitución de un fideicomiso, en el sentido de nuestra legislación que reglamenta los fideicomisos como requisito previo para poder emitirlos.

Nuestro Proyecto de Código de Comercio, elaborado por el Ministerio de Justicia, introduce en nuestra legislación, una especie de certificados de participación al cual denomina Certificados Fiduciarios de Participación, tomándolo del Proyecto para el Nuevo Código de Comer

cio mexicano en el cual se les denomina "Certificado Fiduciario".

En este sentido, la exposición de motivos del Proyecto del Código de Comercio, al referirse a los "Certificados Fiduciarios de Participación", se expresa en los términos siguientes: "Este tipo de títulosvalores es enteramente nuevo en nuestro país. Se trata de documentos representativos de participación de sus tenedores en la propiedad o en la renta de bienes sometidos a fideicomiso".

"La regulación propuesta ha sido tomada del Proyecto de Código de Comercio hecho para El Salvador, por el licenciado Roberto Esteva Ruiz por encargo de la Corte Suprema de Justicia.

El Proyecto del licenciado Esteva Ruiz ha sido adaptado por la Comisión al precepto constitucional referente a fideicomisos y a las reglas generales sobre bonos contenidas en el capítulo correspondiente del presente Proyecto".

El art. 883 del Proyecto de Código de Comercio expresa lo siguiente: "Solamente las instituciones bancarias pueden emitir certificados de participación con calidad jurídica de títulosvalores.

El plazo de estos títulos no puede exceder de 25 años".

En mi opinión considero que además del certificado fiduciario de participación que reglamenta el Proyecto de Código de Comercio, el cual necesariamente debe fundamentarse en un fideicomiso, es necesario reglamentar un certificado de participación que se asemeje y reúna las características del "Trust Certificate", el cual no tenga como fundamento la constitución previa de un fideicomiso ni necesariamente deba de ser emitido por instituciones bancarias. El objeto primordial de este tipo de certificado de participación es obtener la movi

lización del dominio o sea de la propiedad y de los rendimientos que produzcan los capitales, permitiendo en esta forma a mayor número de ahorradores potenciales que participen de esos rendimientos o puedan llegar a convertirse en copropietarios de bienes que produzcan rendimientos atractivos y halagadores.

No existen razones fundamentales para que una persona que sea propietaria de bienes inmuebles o muebles, no pueda emitir certificados de participación distintos a ser adquiridos por el público cuando éstos - los certificados de participación - tengan la garantía suficiente de la existencia de los capitales que los amparen como ejemplo, cauciones o avales bancarios. Estos certificados otorgarían a sus tenedores rendimientos variables, en vista que estos rendimientos se pagarían a los tenedores de los mismos en relación y de acuerdo con las utilidades que produjera el fondo común que amparan los certificados de participación.

La situación anotada es comprensible desde el momento en que se admite la existencia de la cédula hipotecaria, por medio de la cual un particular puede afectar un inmueble gravándolo con hipoteca y emitiendo títulos - las cédulas hipotecarias - siendo los tenedores de dichos títulos acreedores de la parte proporcional del crédito, lo mismo que teniendo el derecho a percibir un rendimiento fijo y consecuentemente el reembolso del capital, lo cual está garantizado con el gravamen que afecta al bien en cuestión o puede estarlo por aquellas cauciones o avales que otorguen las instituciones crediticias. La diferencia con el certificado de participación se encuentra precisamente en que en éste los tenedores de los mismos además de ser acreedores del

emisor, son copropietarios del fondo común o de los rendimientos que el fondo común produzca y el emisor no les garantiza un rendimiento fijo sino que una participación en los rendimientos que se obtengan de la explotación del fondo común, participaciones que se pagarían en las épocas de antemano determinadas.

En consecuencia podemos decir, que el certificado de participación podría ser emitido por instituciones o sociedades que tengan por objeto la emisión de certificados de participación sobre fondos comunes, los cuales son administrados por la misma, con garantía o sin ella, de los rendimientos que ese fondo produzca y o por las instituciones bancarias que al efecto los emitan.

En cuanto al certificado fiduciario, creo que sería conveniente que las instituciones fiduciarias que se organizaran y que tuvieran por objeto dedicarse precisamente a la administración de bienes en fideicomiso, pudieran emitir certificados de participación y sugiero que se modifiquen las disposiciones de la actual ley de Fideicomisos, lo mismo que las disposiciones reglamentarias del fideicomiso en el Proyecto de Código de Comercio, permitiendo a estas instituciones además de las instituciones bancarias, emitir Certificados de Participación, que amparen los bienes sometidos a fideicomiso.

LA NECESIDAD DE UNA REGLAMENTACION LEGAL EN EL SALVADOR DE LOS VALORES MOBILIARIOS

Es indudable, que la expansión económica de El Salvador, requerirá grandes sumas de inversión. Dichas sumas podrán prevenir con lími-

taciones de fuentes internas, tales como las reservas de depreciación, las utilidades reinvertidas, etc. Pero en vista de la entrada en vigor de la Integración Económica Centroamericana y de la vigencia del Mercado Común Centroamericano, las empresas comerciales e industriales de El Salvador, en especial las grandes empresas y aquellas de tamaño medio que en sus proyecciones necesariamente deben de tomar en consideración el consumo de los otros países centroamericanos, además del consumo nacional, dependerán fuertemente de las fuentes externas de financiación para poder obtener los capitales necesarios que la expansión económica requiere.

Es de todos sabido el fenómeno que en nuestro medio la obtención de financiamiento a largo plazo, es difícil dada las limitaciones que la Banca Central establece para el redescuento de créditos a largo plazo y que la carencia de recursos económicos, representan invariablemente un factor que acelera el deterioro de los negocios en épocas de expansión industrial y comercial. Estas desventajas pueden ser suplidas por los industriales y comerciantes salvadoreños, por medio de un financiamiento balanceado mediante la colocación de acciones, de obligaciones y de otras clases de valores mobiliarios en el mercado de capitales. En vista de estas circunstancias, El Salvador se encuentra en la necesidad imperiosa de captar los ahorros internos con el objeto de elevar con esos recursos los niveles de inversión. Para poder realizar la captación de los ahorros, se necesita desarrollar al máximo las potencialidades de un mercado de valores mobiliarios, requiriendo por consiguiente una reglamentación legal que lo permita y estimule, en vista que son los valores mobiliarios, títulosvalores o títu-

los de crédito, los que juegan la función principal de transformar los ahorros del público en inversiones.

La integración económica no debe de reducirse únicamente a la eliminación de aranceles, sino que debe de complementarse con la óptima localización de la inversión; es decir, la óptima localización del ahorro, para que éste esté disponible con el objeto de realizar inversiones en aquellos lugares en donde tenga perspectivas de mayor productividad. La forma más lógica de obtener este tipo de compenetración es precisamente la integración de los mercados de valores; entendiendo por mercado de valores el conjunto de títulos, de renta fija o variable, públicos o privados, emitidos por el Estado, entidades oficiales autónomas y los particulares, con el objeto de dirigir y destinar el capital y el ahorro del sector privado al desarrollo de actividades económicas productivas. Esta compenetración tiene especial importancia en nuestros países, ya que en ellos es frecuente no encontrar dentro de uno solo los ahorros necesarios que estén dispuestos a entrar en las inversiones. En el pasado se encontró la solución en la inversión extranjera; pero el término, extranjero, debe de limitarse en el campo financiero a aquellos recursos ajenos, al istmo centroamericano. Es indudable, que para solucionar el problema de la compenetración e integración del mercado de valores centroamericanos, es necesario resolver los problemas de competencia cambiaria; de los niveles absolutos de cambio, de los problemas de política monetaria en las relaciones interbancarias; en la competencia por las inversiones extranjeras y primordialmente, en los regímenes fiscales que los afectan, etc. etc.

Lo dicho en el párrafo que antecede no es una idea nueva, ya que en el año de 1962, en la reunión conjunta de presidentes de Guatemala y Honduras, se planteó la idea de la creación de una Bolsa Regional de Valores en Centro América. Esta Bolsa Regional de Valores Centroamericanos, tendría por objeto esencial, dar a los valores mobiliarios más movilidad y a los inversionistas centroamericanos mayores oportunidades y garantías, estimulando la regionalización de las inversiones, o sea que los inversionistas de un país pueden invertir con toda confianza y sin ninguna traba cambiaria o fiscal en los demás países del área centroamericana. Este principio es fundamental que lo contenga cualquier reglamentación que se dé en El Salvador, sobre títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios.

Creo que ya es tiempo que los gobiernos de nuestros países retiren la idea del tan debatido fantasma o el temor de la fuga de capitales, permitiendo una reglamentación que autorice la internacionalización de nuestros valores mobiliarios, permitiendo a los inversionistas de otros países que inviertan en nuestras industrias y en nuestro comercio, así como permitir a nuestros ahorrantes la inversión en los otros países del área centroamericana y de Latino América.

En consecuencia, al emitirse la reglamentación sobre los valores mobiliarios en El Salvador, deben de revisarse los aspectos fiscales de la negociación en valores, en relación con las utilidades que éstos produzcan, las facilidades y los incentivos que tengan las empresas que inscriban sus valores, ya sean éstas salvadoreñas o extranjeras, en la Bolsa de El Salvador, lo que traería como consecuencia que el público se mantendría informado en cuanto a los resultados financie

ros de las empresas, permitiendo la inversión en valores de empresas ya establecidas o en la iniciación de nuevas, lo que acarrería un mercado de valores centroamericanos, que atraería los ahorros que en otra forma, pudieran desviarse del istmo centroamericano. En esta forma se obtendría la promoción necesaria para la circulación de capitales productivos en toda el área, ya que ese temor de los gobiernos a la fuga de capitales, y las implantaciones de reglamentaciones que tienden a restringir las salidas de capitales en El Salvador hacia otros países, son la negación del espíritu empresarial, que es lo más respetable que hay en el sistema económico, basado en la iniciativa privada.

Siendo los valores mobiliarios una institución jurídica que tiene por objeto facilitar la circulación de los derechos, su reglamentación se justifica por las exigencias económicas de la circulación de esos derechos, al facilitar el crédito, precisamente en cuanto posibilita la movilización del mismo. Un mercado de capitales que se encuentra representado por títulosvalores, constituye los financiamientos a largo plazo necesarios para el desenvolvimiento económico de los países, ya que los titulares de los mismos, desde el punto de vista económico, son los propietarios de la riqueza nacional.

Tal como dije, en un país que se encuentra en proceso de desarrollo económico, como el nuestro, es necesario allegarse recursos del mercado de capitales y destinarlos a la promoción y establecimiento de empresas y a la realización de actividades de fomento económico, lo cual puede alcanzarse precisamente con esa reglamentación sobre títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios, que le den incentivos al público, en manos de quien se encuentra el ahorro, para que realicen

sus inversiones precisamente en esas actividades económicas productivas.

Tanto el sector público como el sector privado, dadas las necesidades del crecimiento económico, requieren precisamente de esos recursos financieros, lo que trae como lógica consecuencia el ensanchamiento del mercado de valores y el perfeccionamiento de los mecanismos que facilitan la canalización del ahorro hacia las inversiones productivas del país.

En la actualidad, los valores mobiliarios con características bursátiles que existen en el país son: las cédulas hipotecarias, los bonos de la CEL, los bonos del Instituto de Vivienda Urbana, los bonos del Valle de La Esperanza, los bonos de la CEPA, las acciones emitidas por sociedades anónimas y salvo las restricciones para su adquisición, los certificados de participación del Banco Central de Reserva, los cuales se encuentran reglamentados por leyes especiales con excepción de las acciones que lo están en el Código de Comercio. Los certificados de participación se encuentran reglamentados por la ley de emisión de certificados de participación del Banco Central de Reserva, emitida por decreto legislativo número 885 del 8 de diciembre de 1952; no obstante que como he hecho referencia en los párrafos anteriores, hay distintos valores que pueden emitirse con la aprobación del Poder Ejecutivo en el Ramo de Economía, ya que en las atribuciones que da el Reglamento Interno del Poder Ejecutivo, autoriza al Ministerio de Economía para que dé la autorización para la emisión de todos aquellos valores mobiliarios, que soliciten la contribución del ahorro nacional.

Al emitirse la reglamentación legal de los valores mobiliarios, tan necesaria en el país por las razones a que he aducido en los párra-

fos que anteceden -, debe de tenerse presente los principios siguientes:

Las regulaciones que se den sobre los valores mobiliarios deben de adoptar las formas comunes y similares a las que han adoptado los países más avanzados en esta materia, para que se adapten a las relaciones económicas que determina la economía moderna, la cual sobrepasan de las fronteras nacionales.

Debe de asegurarse las máximas posibilidades de circulación de los valores, obteniendo por consiguiente, la máxima movilización de la riqueza, ya sea ésta mueble o inmueble o se refiera al crédito. Con este objeto, o sea con el objeto de fomentar la circulación de los mismos, deben de darse disposiciones que fomenten y que atraigan al público ahorrador a invertir el dinero producto del ahorro en estos valores mobiliarios, por los incentivos que los mismos otorguen.

En esta forma puede obtenerse más ampliamente la redistribución de la riqueza, en lugar de tratar de obtenerla por medio de cargas fiscales como las altas tasas de contribución sobre la renta o con pretendidas reformas tributarias y agrarias que debilitan y atrofian el desarrollo económico de los países, estimulando de manera práctica a todas aquellas personas que tengan en su poder dineros provenientes del ahorro puedan ser destinados precisamente a la inversión, en empresas económicamente productivas que ayuden y fomenten el desarrollo económico del país. En consecuencia, además de reglamentar los títulos tradicionales como son la letra de cambio, el pagaré, el cheque, las acciones, deben de reglamentarse en las disposiciones legales las diversas clases de acciones, por ejemplo: las acciones preferidas, las acciones sin voto, las acciones de participación, etc.; los

cupones de dividendos, las obligaciones con sus distintas clases, la cédula hipotecaria, los bonos hipotecarios, los bonos financieros, los bonos del ahorro, etc., los certificados de depósito y bonos de prenda, dándoles mayor amplitud que la que contiene nuestra ley actual de Almacenes Generales de Depósito; las distintas clases de certificados de participación, ya sean éstos los certificados de participación propiamente dichos o de otra índole; los certificados fiduciarios. Asimismo, debe darse una reglamentación general para todas aquellas clases de valores mobiliarios que la iniciativa empresarial determine y los cuales no tengan una denominación especial, es decir, para todos aquellos títulosvalores o títulos de crédito que reúnan las características especiales de esta clase de documentos y que puedan ser necesarios precisamente para el fomento del ahorro y la concurrencia del mismo hacia las inversiones productivas del país y del área centroamericana.

Como consecuencia del crecimiento de las actividades financieras que traería esta reglamentación legal y las necesidades industriales y comerciales y de expansión económica del país, relativas a la emisión y circulación de los valores mobiliarios de toda clase sin restricciones, y dado el desarrollo de la empresa privada como consecuencia de este fomento a la circulación y emisión de valores mobiliarios trayendo para la misma necesidades de capitalización y financiamiento, las cuales estarían en continuo aumento, se haría indispensable la creación de un organismo que entre las funciones primordiales del mismo, tuviera la aprobación, registro y vigilancia de las distintas emisiones de valores, ya sean estos públicos o privados, para poder garantizar los intereses generales del país y los particulares del

público inversor. Dentro de las funciones que se ha hecho mención del organismo debería de estar a su cargo aquellas funciones relativas a la organización, buen funcionamiento y supervisión del mercado de valores coordinándolo, orientándolo y vigilándolo con el objeto de que funcione y se ensanche dentro de las condiciones financieras nacionales de acuerdo con la política económica general de la nación.

En la mayoría de los países, ya se han organizado este tipo de entidades integradas por miembros que representan la banca central, la banca comercial, las instituciones de crédito, las instituciones financieras y los sectores de la economía privada, que tienen precisamente interés en mantener el buen funcionamiento del mercado de valores.

En los Estados Unidos esta institución se denomina "Securities and Exchange Comision", en México y la Argentina, se les ha denominado Comisión Nacional de Valores. Esta Comisión Nacional de Valores para fomentar precisamente la inversión en los valores mobiliarios, podría autorizarse a la banca nacional para que parte del encaje necesario que requieren sus operaciones y las reservas de previsión de la misma, pudieran constituirse por medio de valores inscritos y cotizables en bolsa.

LAS SOCIEDADES DE INVERSION

Las Sociedades de Inversión son una categoría de las denominadas Sociedades Financieras.

Las Sociedades Financieras en esencia no son una clase espe-

cial de sociedad, ya que este tipo de sociedades, se constituyen y funcionan adoptando cualquiera de las formas admitidas por las diversas legislaciones; aunque generalmente y en la mayoría de los casos, se adopta la forma de Sociedad por Acciones o Sociedad Anónima. La característica esencial de la Sociedad Financiera no es la forma que adopte, sino que el objeto social y la composición del activo de la sociedad. Se trata de sociedades cuyo único objeto, o al menos el principal y esencial, es la adquisición de títulos emitidos por otras sociedades, y su activo se encuentra formado, en gran parte, por valores mobiliarios.

El objeto de las Sociedades Financieras - la participación de la sociedad en otras sociedades - puede tener diversas finalidades, lo que trae como consecuencia a la clasificación de las Sociedades Financieras en diversos grupos.

1o) Sociedades de Control, o sea aquéllas en las cuales el control de otras sociedades, es la finalidad esencial de la Sociedad Financiera.

2o) Sociedades de Inversión, cuya finalidad no es el control de otras sociedades, sino la colocación de sus activos en valores mobiliarios con el objeto de obtener una renta a base de la división de los riesgos.

3o) Sociedades de Financiamiento, cuyo objeto no es el control ni la obtención de las rentas, sino la financiación de diversas clases de empresas*.

*Liefmann.

La Sociedad de Inversión, es aquella sociedad que tiene por objeto ofrecer al público inversor - los tenedores de ahorros - una participación en una cartera de valores mobiliarios diversificada, teniendo la ventaja de la reducción de los riesgos de la inversión. Es decir, que el objeto social de la Sociedad de Inversión consiste en invertir los activos de la misma en valores mobiliarios, emitidos por diversas clases de sociedades, el Estado, Municipios, particulares y entidades oficiales autónomas o semiautónomas.

En los Estados Unidos de Norte América, las Sociedades de Inversión no siempre adoptan la forma de sociedad, o sea "Corporation", sino que frecuentemente adoptan formas jurídicas que se encuentran estrechamente relacionadas con la noción del "Trust" en el sentido de institución tradicional de Common Law. Es por estas razones, que en los Estados Unidos son denominados "Investment Trust", conociéndose las con el nombre de "Trust" horizontal, para diferenciarlo de otros tipos de "Trust", dado que el objeto de este tipo de Sociedad Financiera no es condensar y reunir capitales para una cadena de negocios o una categoría de negocios complementarios, sino que trata de dispersar los fondos, o sea el activo social, en el mayor número posible de direcciones, sin ninguna relación unas con otras. En consecuencia, en vez de una concentración, se trata más bien de una dispersión en contraposición del Trust vertical el que se esfuerza en fusionar bajo un control único, sociedades complementarias y emparentadas. Para dar un ejemplo de la forma en que desarrolla sus actividades la Sociedad de Inversión, describiré un caso. Supongamos que pueden colocarse sus capitales de la siguiente forma: el 2% del mismo en acciones ferrocarrile-

ras; el 2% en productos alimenticios; el 5% en metalurgia; el 5% en productos químicos, el 3% en deudas del Estado; el 5% en industrias electrónicas; el 4% en búsquedas petrolíferas; el 4% en minas de cobre; el 4% en minas de cobre de un país distinto al anterior; etc. En esta forma, la Sociedad trata de buscar sistemáticamente la división en diversos sitios, repartiendo los riesgos geográficos, políticos, industriales, mineros, sociales, climáticos, etc. que son corrientes con toda inversión.

Para comprender la diferencia que existe entre el "Investment Trust" o "Trust Horizontal" y el "Trust Vertical", explicaré el proceso de formación de un "Trust Vertical". Supongamos que una sociedad que al principio se dedica a la elaboración de productos químicos para la elaboración de pinturas, procurará obtener el control de las sociedades de automóviles para apropiarse de la totalidad de las demandas de pintura. Posteriormente tratará de atraer a su órbita las fábricas de neumáticos, seguidas de las de cristales, accesorios de cuero, cromos, plásticos, en fin de todas las ramas de la actividad que concurren a la fabricación de los automóviles.

Es primordial pues no confundir el "Investment Trust" con el "Trust" a secas.

Por medio de las Sociedades de Inversión, cualquier persona que tenga ahorros disponibles por pequeños que sean puede participar en el desarrollo y crecimiento económico de una país, ya que al comprar una o dos acciones, de una Sociedad de Inversión toma parte activa en ese progreso. El hecho que cada propietario se convierta en un microcapitalista por su microoperación bursátil, constituye el mejor

remedio contra la propaganda marxista, por la asociación de capital-trabajo que permite realizar. Es en consecuencia, una aplicación práctica de este principio y al mismo tiempo uno de los más fuertes baluartes del capitalismo democrático y liberal moderno. No es de extrañar, que los gobiernos hayan visto cada vez con ojos más favorables y hayan incrementado el desarrollo de los "Investment Trust" o Sociedades de Inversión, por medio de incentivos fiscales y de facilidades para su formación.

Las operaciones que realizan este tipo de sociedades son de tal envergadura que hoy en día forman la verdadera base de las Bolsas de Valores. Este tipo de Sociedades de Inversión y por consecuencia la Bolsa, tienen que representar un papel fundamental en el futuro desarrollo económico de los países latinoamericanos y en especial de El Salvador y del Mercado Común Centroamericano.

Esta participación esencial en el desarrollo de los países ya se ha observado en Europa, con el Mercado Común Europeo, ya que cada vez se teje una red de interpenetración de una Bolsa en otra. Por ejemplo, fracciones cada vez mayores del capital de las sociedades francesas son absorbidas por el ahorro alemán; mientras que una fracción cada vez mayor de las Sociedades alemanas, quedan absorbidas por el público francés. Si el proceso continúa se llegará a un punto que a una gran parte de las sociedades francesas de una rama determinada de la industria se convertirán en propiedad del público alemán; mientras que la industria equivalente alemana afianzará y aumentará la cartera de valores franceses. En esta forma, ambas sociedades intercambian sus patentes, procedimientos de fabricación y conciertan acuerdos para

racionalizar los productos en provecho de los consumidores y los accionistas.

Las primeras Sociedades de Inversión hacen su aparición en Londres en el año de 1863. Su desarrollo se interrumpe como consecuencia de las crisis de 1891 a 1894, producidas por las situaciones financieras de la banca Baring y la baja de diversos valores Suramericanos. Después de esta crisis resurgen nuevamente las sociedades de inversión con gran potencia en Inglaterra. En Estados Unidos empiezan a formarse a partir de la Primera Guerra Mundial en el año de 1920, bajo la denominación de "Investment Trust".

Originalmente, tanto en los Estados Unidos de Norte América como en Inglaterra, las formas que este tipo de sociedades adoptaban era la del "Trust", sometido a las reglas del "Common Law". Posteriormente, este tipo de sociedades que se dedicaban a la inversión adoptan la forma de "Company" en Inglaterra y "Corporation" en Estados Unidos de Norte América, no obstante de que se les continúa denominando "Investment Trust" y son reglamentadas por la ley federal denominada "Edge act", promulgada en los Estados Unidos en el año de 1919 y por la Ley de Sociedades de Inversión de 1940.

Por las grandes ventajas que han proporcionado las Sociedades de Inversión, para la movilización de la propiedad y para incrementar el mercado y tráfico de valores mobiliarios, estas han tenido gran preponderancia en los diversos países. En algunos se reglamentan por leyes especiales sobre Sociedades de Inversión y en otros están reglamentadas por las reglas generales determinadas para las Sociedades Mercantiles.

Así tenemos que en Inglaterra, las Sociedades de Inversión toman la forma de la "Limited Company by Shares" de conformidad con el Companies Act del año de 1948. Esta ley no impone a los administradores de la sociedad, ninguna regla ni restricciones en cuanto a la adquisición de títulos.

En los Estados Unidos, tal como se hizo referencia, originalmente, las sociedades de inversión fueron reglamentadas por el Edge Act del año de 1919. En la actualidad los "Investment Trust" se rigen por las leyes y la jurisprudencia de cada uno de los estados y por las leyes federales relativas a títulos mobiliarios, tales como la "Securities Act de 1933". La Securities Exchange Act de 1934 y la "Revenue Act de 1942" y la Ley de Sociedades de Inversión de 1940.

En los Estados Unidos de Norte América, las modalidades que adoptan las sociedades de inversión son las siguientes:

a) "Management Trust". Este tipo de Sociedad se fundamenta en el tipo inglés llamado Discrecional. Regularmente adoptan la forma de una Sociedad Incorporada o sea una "Private Corporation". La dirección o sea el consejo de administración invierte los fondos de la Sociedad a su discreción, bajo la reserva de las disposiciones estatutarias. Estas disposiciones estatutarias, por lo regular se refieren a los porcentajes que pueden invertirse por cada una de las diversas sociedades en las que invierte la Sociedad de Inversión su activo, asimismo en los países en los cuales puede invertir.

b) "Fixed Trust" o "Trust" de tipo rígido, que es la fórmula original que se adoptó en los Estados Unidos de Norte América opuesta al sistema inglés. Los estatutos sociales no confían la elección de los

valores en que va a invertir el consejo de administración. En el momento de constitución de la sociedad, se establece una lista de valores que van a constituir la inversión inicial, la cual no puede modificar los administradores. En este sistema la Banca sirve de administradora del "Trust" y se le denomina Trustee, teniendo la gerencia de la cartera de valores y emite los denominados "Trust Certificates" que son certificados de Participación.

c) "Semi-Fixel Trust". En este tipo de sociedad el Trustee puede elegir nuevos valores en que invertir de una lista complementaria que se adiciona a la originaria.

En lo que se refiere a la forma jurídica que adoptan estas sociedades en los Estados Unidos de Norte América, los "Investment Trust" adoptan las formas de "Corporation Trust" o de "Massachussets Trust".

No obstante que el propósito primordial de la sociedad de Inversión es la diversificación de su activo en diversos tipos de valores mobiliarios, las Sociedades de Inversión en los diversos países, difieren en cuanto a las formas de operar, ya que unas dan más importancia a las utilidades que perciben de las inversiones hechas en otras sociedades y otras al aumento de capital.

En los Estados Unidos de Norte América, las sociedades de Inversión, se clasifican de la siguiente manera:

1o) Por el grado de facultades discrecionales que se otorgan al Consejo de Administración.

En las Sociedades Administrativas de Inversión, el Consejo de Administración puede cambiar a su discreción la cartera de valores, li

mitándose únicamente a las disposiciones que están contenidas en la escritura constitutiva.

En los "Trust Fijos y Semi-Fijos" se está en presencia de carteras rígidas o casi rígidas, en las cuales la facultad para hacer cambios se limita rígidamente. El "Trust Fijo" es un convenio por el cual el accionista compra acciones o unidades que representan un interés proporcional en una cartera específica de valores.

2o) Según los convenios contraídos para la emisión y amortización de acciones.

Las Compañías de capital limitado, adoptan un sistema de capitalización fija. Los valores que han emitido, se adquieren en el mercado de valores como los de otras sociedades. Regularmente no ofrecen en forma constante en venta sus acciones ni aceptan recogerlas y amortizarlas a petición del inversionista previo pago de las mismas.

Por el contrario, las compañías de capital ilimitado, las cuales son conocidas en los Estados Unidos de Norte América como "Mutual Funds" o de "Fondos Mutuos", están dispuestas a amortizar sus acciones al valor activo neto, a solicitud del tenedor de los títulos y la mayoría de ellas, hacen ofertas constantes al público de acciones, a ese valor activo, el cual es calculado diariamente, más una comisión.

3o) Por el tipo de estructura del capital, las sociedades de inversión pueden clasificarse en la forma siguiente:

Aquellas que no operan a diferencial incluyendo todos los fondos de capital limitado, salvo una o dos excepciones tienen solamente acciones comunes en vigor, aunque pueden obtener algún beneficio diferencial mediante préstamos bancarios a corto plazo.

Las compañías que operan a diferencial de capital limitado tienen un capital vigente en forma de obligaciones o préstamos bancarios y/o acciones preferentes y por consiguiente cualquier alza o baja en el valor del activo y en las utilidades se ve aumentada en lo que concierne a esas acciones comunes.

4o) Por el tipo de cartera de valores. La cartera manejada por las sociedades de inversión pueden consistir en acciones comunes con varios grados de diversificación. Según la definición legal en los Estados Unidos de Norte América, una compañía diversificada es una Sociedad Administradora de inversiones, en la cual la tenencia de los valores de una sociedad no pasan del 10% de los valores con derecho a voto en esa empresa, o sea el 5% de los activos totales propios de la Sociedad de Inversión. También puede estar equilibrada la cartera de valores, lo que significa que puede contener obligaciones, acciones comunes y preferidas de diversas clases de compañías, en las proporciones mínimas de cada tipo, las cuales se estipulan en la escritura constitutiva de la sociedad. La expresión fondos diversificados, obligaciones o acciones se usa para determinar el fondo equilibrado. Algunos fondos no contienen ninguna restricción, otros se invierten únicamente en obligaciones de alto o bajo grado, en acciones preferentes o sea en acciones de una determinada industria que son los denominados fondos especializados.

5o) Por el grado de riesgo .

Los fondos en los cuales se invierten pueden ser conservadores o especulativos. En el primer caso, están los fondos invertidos en obligaciones de al to grado y en el otro extremo están aquellas que dan

más importancia a las acciones comunes, volubles y de bajo precio y a situaciones especiales.

6o) Por el propósito de la inversión.

Estrechamente ligado a la anterior es la clasificación según los objetivos y propósitos del fondo de inversión. Algunos fondos se proponen lograr utilidades modestas pero regulares, otros buscan el aumento de capital y otros más esperan obtener ambas cosas.

7o) Por las condiciones fiscales.

La mayor parte de las sociedades de inversión han preferido ser clasificadas como reglamentadas, para lograr mejores condiciones fiscales obteniendo las concesiones que otorga la Ley de Impuestos sobre la Renta. Esta clasificación sugiere dos grupos, a saber:

a) Empresas gravadas como las demás sociedades en lo que se refiere a ingresos derivados de intereses, dividendos y ganancias de capital.

b) Las Sociedades reglamentadas que son aquéllas que pagan sobre toda la utilidad neta derivada de intereses, dividendos y que pueden o no retener las ganancias de capital, logradas y no pagar impuestos sobre las mismas. Las condiciones fiscales de los valores de sociedades de inversión se encuentran en una situación diversa a las de los otros tipos de sociedades de los Estados Unidos de Norte América.

8o) Por el tipo de contrato de compra.

Las acciones relativas a fondos fijos y en administración, deben de pagarse al momento de ser adquiridas.

Hay tipos de contratos especiales, por medio de los cuales se establecen planes de pagos periódicos. En esta forma los inversionis-

tas pueden adquirir acciones de sociedades de inversión o intereses en fondos de inversión, haciendo pagos regulares una institución bancaria, la cual es custodio o Trustee de los mismos durante algunos años y hasta la cancelación total de los títulos. Este tipo de contratos no debe de confundirse con los planes de acumulación, conforme a las cuales las acciones de fondos de capital ilimitado se van comprando con regularidad.

La adquisición de Certificados de Adquisición, a plazo por valor nominal de los mismos, son documentos por medio de los cuales el inversionista acepta y se compromete a hacer pagos regulares a la sociedad durante varios años y la sociedad se compromete a pagar al inversionista una suma determinada de dinero en una fecha futura. Por lo regular, ese tipo de fondos son invertidos por las sociedades en hipotecas y en las distintas clases de valores, sin limitación alguna.

9o) Por el tipo de organización.

Los "Trust Fijos" y algunos de los "Administrativos" son en esencia simples "Trust". Sin embargo, la mayor parte de las sociedades de inversión están organizadas como sociedades anónimas. El hecho de haber utilizado como forma de organización el Trust en Inglaterra y en los Estados Unidos de Norte América, motivó la denominación de Investment Trust o "Fideicomiso de Inversión", pero en la actualidad son denominadas Sociedades de Inversión o "Fondos de Inversión".

El crecimiento de las sociedades de inversión en los Estados Unidos de Norte América, fue tan grande que a fines del año 1929, habían más de 700 sociedades de inversión, cuyos activos totales pasaban de los siete mil millones de dólares.

En el año de 1940 se dio la Ley de Sociedades de Inversión, en la cual se requiere que las Sociedades Administrativas deben de contar con un capital mínimo totalmente pagado de cien mil dólares antes de poder ofrecer al público sus acciones.

En Francia la legislación vigente está contenida en la Ordenanza del 2 de noviembre de 1945, la cual ha sido modificada en 1948, en 1952 y en 1953. Esta legislación ha creado las Sociedades Nacionales de Inversión y las Sociedades Privadas de Inversión.

Las Sociedades Privadas de Invers*ión* dentro de las reglamentaciones contenidas en las ordenanzas aludidas, necesitan tener por lo menos un capital de doscientos cincuenta millones de francos íntegramente pagados. Este tipo de Sociedades debe de tener como único objeto la gestión de una cartera de valores mobiliarios.

Esta ley de Sociedades de Inversión otorga incentivos fiscales, uno de ellos es que los dividendos distribuidos por estas sociedades están exentos del impuesto sobre la renta provenientes de capitales mobiliarios en la medida del montante neto, pudiendo deducirse el impuesto sobre los réditos del valor mobiliario; sobre producto cobrado de las acciones o de las partes de fundador, de las partes de interés y de las obligaciones, cuando la sociedad emisora haya soportado el impuesto sobre los réditos de los valores mobiliarios emitidos.

En los países latinoamericanos está la Ley sobre Sociedades de Inversión uruguaya, promulgada el 24 de julio de 1948. En el Uruguay se trata de sociedades que invierten sus fondos en el extranjero. Las sociedades de inversión, en el Uruguay están sometidas a un impuesto único del 3 por mil importe del capital y la ley permite que la sociedad

pague en una sola vez el impuesto correspondiente a 15 años, de manera que puedan tener la seguridad de que la cuantía del impuesto no sea modificada para la sociedad.

Mención especial merece la legislación mexicana con la Ley de Sociedades de Inversión publicada en el Diario Oficial del 31 de diciembre de 1955, ya que en esta es la legislación más moderna y de más flexibilidad que se ha dado en cuanto a Sociedades de Inversión en los países latinoamericanos, ya que crea incentivos fiscales para la inversión en este tipo de sociedad, en las cuales no está gravada la ganancia de capital que se obtenga por la compraventa de acciones y asimismo están exentas del impuesto sobre la renta las utilidades provenientes de las acciones de las sociedades de inversión.

Las sociedades de inversión, tienden a obtener rentas mediante la inversión de sus capitales en valores mobiliarios; no forman en consecuencia unidades económicas.

Las sociedades de inversión constituyen una especie de seguro para los capitales, en vista que actúan dividiendo los riesgos sobre la base de las distribuciones geográficas, industriales y por la naturaleza de los títulos.

Las sociedades necesitan especialmente de una legislación favorable que evite la doble imposición y las cargas fiscales sobre las ganancias de capital por las transacciones en valores.

La sociedad de inversión ofrece grandes ventajas para aquellas personas que emplean sus ahorros, pues pueden beneficiarse de la experiencia de personas competentes y pueden emplear sus capitales con mayor seguridad y al mismo tiempo con más rendimientos.

Las sociedades de inversión se financian por medio de la emisión de acciones y también por la emisión de obligaciones, distribuyendo lo obtenido por esas emisiones, en distintas clases de valores, lo que reduce al mínimo y reparte el riesgo de la inversión.

Resumiendo podemos decir, que las sociedades de inversión constituyen un tipo especial de institución financiera, que emite para ser adquiridos por el público, valores mobiliarios y con el producto de esa adquisición adquiere valores emitidos por otras sociedades. En esta forma la sociedad de inversión absorbe los fondos de diversos inversores, para que sean colocados y administrados por las sociedades de inversión.

Creo que es indispensable emitir una legislación de sociedades de inversión por medio de la cual se den incentivos fiscales para que el público poseedor de pequeños ahorros pueda contribuir precisamente a la expansión económica, industrial y financiera del país, y que se le dé como consecuencia mayor movilidad al mercado de valores mobiliarios en El Salvador.

LAS OPERACIONES DE BOLSA COMO ACTOS DE COMERCIO EN EL CODIGO VIGENTE Y SUS PROYECCIONES EN EL PROYECTO DE CODIGO DE COMERCIO.

El art. 3o. numeral 14 del Código de Comercio preceptúa:
"Son actos de comercio, ya de parte de todos los contratantes, ya de parte de alguno de ellos, las operaciones de Bolsa".

Fuera de la disposición citada y de la contenida en el art. 807

numeral 3o. del Código de Comercio, en este cuerpo legal no se encuentra otra disposición que reglamente las operaciones bursátiles. No obstante el art. 30 numeral 9o. del Reglamento Interno del Poder Ejecutivo, dentro de las atribuciones que corresponden a la Secretaría de Economía, está la de promover el establecimiento y desarrollo de las Bolsas y demás Instituciones Auxiliares del Comercio, autorizar su creación y vigilar su funcionamiento". En consecuencia, todas las operaciones de Bolsa que se realicen en la actualidad en el país, se regirán por el art. 2o. del Código de Comercio, es decir, que lo que no está especialmente previsto por dicho Código, se regula por usos comerciales a los que he hecho referencia a través del desarrollo de mi tema, o sea los usos normativos bursátiles que son los que efectivamente llegan a reglamentar las operaciones de Bolsa. En vista que al considerar nuestro Código de Comercio como acto de comercio las operaciones de bolsa, debe de aplicarse la costumbre, ante el silencio de la ley.

Nuestro Código de Comercio, que se inspira en la concepción del Derecho Mercantil, como Derecho de los actos de comercio, se fundamenta en la concepción objetiva del Derecho Mercantil. En esta concepción objetiva del Derecho Mercantil, para calificar de mercantil una actividad no se toma en consideración la persona que la realiza, sino la actividad en sí. En consecuencia, las operaciones bursátiles, o es decir, todas aquellas negociaciones de compraventa de títulosvalores o de títulos de crédito que se realicen en la Bolsa de El Salvador, la cual ha sido autorizada por el Poder Ejecutivo en el Ramo de Economía, deberán de considerarse mercantiles para todos los efectos lega

les que produzcan.

El origen del sistema objetivo del Derecho Mercantil, se encuentra más que en el Código de Comercio francés de 1807, en la doctrina y en la jurisprudencia francesa del siglo XIX, representada por Pardesus, la que afirma que el objeto exclusivo de la legislación mercantil son las transacciones relativas a los actos de comercio.

Esta concepción ha tenido siempre la dificultad de que no ha habido ninguna legislación que se inspire en la misma que haya dado el concepto del acto de comercio fundándolo en su naturaleza, en sus características esenciales y distintivas. La doctrina ha intentado dar un concepto de acto de comercio fundándose en diversos criterios. El primero de ellos ha sido el criterio de la circulación. Según esta teoría, el criterio determinante del acto de comercio es la circulación, es decir, el acto que se interpone en la circulación de la riqueza entre los actos realizados por el productor y los del consumidor.

Esta concepción ha sido objeto de severas críticas sosteniendo que la idea de la circulación no es suficiente, puesto que hay situaciones en que la intermediación, se lleva a cabo sin idea de la especulación y que cuando no existe la idea de la especulación no hay acto de comercio.

Teoría de la Especulación.

No obstante que la idea de la especulación se encuentra vinculada al acto de comercio, ésta sería un criterio demasiado estrecho de la ley, el no considerar actos de comercio aquellas actividades en las que no existe la idea de la especulación, como es el caso de las obligaciones cambiarias de favor o el caso de los comerciantes que ven

den a precio inferior a su costo, con el objeto de eliminar competidores.

Otro criterio es el criterio fundado en la causa.

Según Capitán, la causa es la finalidad que persiguen los contratantes. Al aplicar esta teoría al acto de comercio, la comercialidad de la actividad se determina por la causa, es decir por el motivo que ha inspirado el acto.

Criterio comprendiendo la circulación y la especulación.

Según este criterio el acto es comercial cuando concurren las dos circunstancias: circulación y especulación.

Criterio de la profesión del que realiza el acto.

En realidad esta ya no es de una concepción objetiva, sino que de una concepción subjetiva del derecho comercial, ya que el acto de comercio es el acto realizado en el ejercicio de una profesión comercial.

Criterio que fundamenta en la repetición masiva de los actos.

Según los partidarios de definir el derecho comercial como el derecho de los actos realizados en masa, lo que caracteriza los actos mercantiles es la suposición de la realización en serie de actos con idénticas características jurídicas y económicas. Pero existen en la vida actual de la economía, actos en masa que no son comerciales y por otra parte no deja de ser comercial, la aceptación de una letra de cambio aunque el aceptante no haya aceptado ninguna anteriormente, ni se proponga a aceptar otra en lo sucesivo.

Criterio de la clasificación legal.

Según este sistema son actos de comercio aquellos que son cla

sificados como tales por la ley. A este respecto cabe hacer la consideración, que por muy completa que pueda ser una enumeración de actos ésta nunca es exhaustiva y siempre nos encontramos en presencia de actos mercantiles que no figuran en la enumeración del Código.

En las legislaciones se han adoptado diversos criterios o concepciones, las cuales se clasifican de la siguiente manera:

1o) Países en los que la ley define y reglamenta el acto de comercio independientemente de la persona que los realiza.

2o) Países en los que la ley define y reglamenta el acto de comercio como el acto realizado por determinadas personas.

3o) Países en los que no existe la noción del acto de comercio, por ejemplo Inglaterra, Estados Unidos de Norte América y los otros países regulados por el Common Law y además Suiza, Italia y Holanda.

Nuestro Código de Comercio responde al primer criterio o sea al de los países en los que en la ley define y reglamenta el acto de comercio, independientemente de la persona que los realiza.

En cuanto a la clasificación de los actos de comercio, se han propuesto diversas clasificaciones. Hay autores como Hammel y Lagardé que proponen una división tripartida:

1o) Actos de comercio por naturaleza.

2o) Actos de comercio por determinación de la ley o efecto de la costumbre.

3o) Actos de comercio relativos.

Arcangelli, clasifica los actos de comercio de la siguiente manera:

1o) Actos absolutamente comerciales.

2o) Actos relativamente comerciales.

- a) Actos correspondientes a la noción económica de comercio.
- b) Actos realizados por empresas.
- c) Actos relacionados con actos de comercio.
- d) Actos relacionados con establecimientos comerciales.

Mantilla y Molina da la siguiente clasificación:

- a) Actos absolutamente mercantiles.
- b) Actos de mercantilidad condicionada.
- 1o) Los actos principales de comercio son:
 - a) Atendiendo al sujeto.
 - b) Atendiendo al fin o motivo.
 - c) Atendiendo al objeto.
- 2o) Actos accesorios o conexos.

Determinar el concepto del acto de comercio, en Código como el nuestro es imposible, en vista que el legislador se vio en la necesidad de solucionar en forma práctica los problemas que planteaba la actividad comercial y enumeró como tales, actos de naturaleza y características diversas, apartándose de cualquier criterio científico, para regular en un cuerpo legal actividades que aunque informadas por principios distintos constituyen un solo todo, dentro de la actividad mercantil.

El Proyecto de Código de Comercio elaborado por el Ministerio de Justicia, no tiene ninguna referencia a las operaciones de Bolsa.

El Proyecto de Código de Comercio, se ha apartado hasta cierto punto de la concepción objetiva del derecho mercantil, al expresar en la exposición de motivos lo siguiente: "Las bases fundamentales del

Derecho Mercantil han sido fijadas con mayor precisión por la doctrina moderna en este campo de estudios, y se advierte, en confirmación de esto, que en los nuevos códigos se empieza a prescindir de la inarticulada enumeración clásica de los actos de comercio y se determina con más claridad la naturaleza propia de éstos, con lo cual queda justificado que exista para los mismos una regulación jurídica distinta de la que ha de aplicarse a los actos estrictamente civiles".

El Proyecto establece como característica de los actos mercantiles los siguientes:

a) Ser actos en masa que exigen una reducción de sus formalidades, al grado de convertirlas en simples esquemas.

Esta concepción indudablemente ayudará tal como hemos dicho, al llamado derecho de los formularios o contratos típicos a que he hecho referencia al tratar las Bolsas de mercancías y a las operaciones de bolsa.

b) Requerir para su interpretación el predominio de los usos y costumbres y demandar un creciente empleo de los contratos de adhesión.

c) Exigir facilidades para la transmisión de derechos y cosas.

d) Precisar mayor grado de protección a la buena fe y a la seguridad del tráfico.

e) Reducir al mínimo la consideración de la persona como elemento determinante de la voluntad de contratar.

Asimismo el Proyecto de Código de Comercio preceptúa que el acto de comercio, es un acto de empresa; que la empresa es la materia del derecho mercantil y que el concepto de comerciante se deriva

del de empresa. En consecuencia, tal como lo expresa el Proyecto la esencia del derecho mercantil, reside no en el concepto de la profesionalidad, sino en el concepto de empresa, lo que viene a ser para el derecho moderno, lo que el comerciante profesional fue para el de recho antiguo". En consecuencia, el derecho mercantil que inspira el Proyecto de Código de Comercio, es una mezcla, las concepciones objetivas y subjetivas del derecho mercantil.

Posteriormente, el Proyecto preceptúa que la comisión ha a doptado como base el concepto que el derecho mercantil, es el derecho de los actos en masa realizados por empresas. El art. 3o. del Proyec to, dispone que son actos de comercio:

"1o) Los que tengan por objeto la organización, transformación o disolución de empresas comerciales e industriales y los actos realizados en masa por estas mismas empresas.

2o) Los actos que recaigan sobre cosas mercantiles.

Además de los indicados, se consideran actos de comercio los que sean análogos a los anteriores".

En el Proyecto de Código de Comercio se encuentran diversas disposiciones que indudablemente ayudan a la reglamentación del tráfico bursátil, por ejemplo, la fundación sucesiva de las sociedades anónimas, la reglamentación de las diversas clases de acciones, las dis- posiciones generales sobre títulosvalores, las reglamentaciones sobre los bonos, y en especial en las operaciones de crédito. En cuanto al repor to se expresa el Proyecto en los términos siguientes: "Es un con trato que equivale al mutuo de títulos valores. Este contrato no se en cuentra actualmente legislado y posiblemente pasará mucho tiempo an-

tes de que se utilice. La comisión incluyó en el Proyecto este contrato con miras a un futuro desarrollo comercial en el país y a la posible fundación de una bolsa de valores".

No obstante todas esas características que favorecen las operaciones bursátiles, considero que la supresión de los corredores y los martilleros no es deseable en vista que precisamente debe de considerarse de que el eje de la operación bursátil, o sea de las operaciones en bolsa es el corredor de comercio. En cuanto a los martilleros si bien es cierto como dice la exposición de motivos del Proyecto de Código de Comercio que en la práctica mercantil salvadoreña ha sido inoperante, talvez debería de darse una reglamentación distinta precisamente para la ejecución forzosa en bolsa, en la cual pudieran aplicarse las disposiciones relativas al martillo.

LA POLITICA FISCAL EN RELACION CON EL TRAFICO BURSATIL. ASPECTOS DE LA LEGISLACIONES SALVADOREÑA.

Tal como he hecho referencia en los párrafos que anteceden, es indudable que la política económica y fiscal del Estado puede fomentar o reprimir el desarrollo del tráfico bursátil y del mercado de valores en un país.

Los factores que influyen preponderantemente en el ritmo de crecimiento económico de los países son el incremento del ahorro nacional, el capital extranjero y que ambos se apliquen a actividades económicas productivas.

En consecuencia para poder favorecer estos factores se requiere

re de una política monetaria y crediticia que favorezca el equilibrio del mercado de capitales. Consecuentemente, en el orden económico financiero, es indispensable suprimir las regulaciones que dificultan la movilización de los capitales y reducir a un mínimo las incidencias impositivas que desalientan la formación del ahorro nacional.

Es necesario para un funcionamiento eficiente del mercado de capitales, cuya máxima expresión es la Bolsa de Valores, que se promulguen como se ha hecho en diversos países y en especial en Inglaterra y en México, incentivos fiscales que fomenten el ahorro nacional y la afluencia de capitales del exterior, para que todos ellos se dediquen a la inversión económica productiva, tan necesaria en los países en desarrollo como el nuestro. Estos incentivos de carácter económico y fiscal son necesarios para que las Bolsas de Valores puedan desarrollarse activamente y funcionar sin que tengan obstáculos de ninguna clase y obtener que las operaciones en valores mobiliarios se encuentren favorecidas y difundidas, ya que estas instituciones del mercado de capitales, son los centros de atracción de capital extranjero y al mismo tiempo del ahorro nacional, lo que traerá como consecuencia la promoción y la intensificación de la expansión económica salvadoreña.

En la legislación fiscal debe de estimularse la formación del ahorro y orientar la aplicación del mismo, de este ahorro, hacia la inversión en valores mobiliarios, a fin de que las empresas productivas hallen su financiamiento en el equilibrio del ahorro y de los recursos crediticios, sin que éstos tengan que presionar sobre el mercado monetario. Por medio de la política de incentivos fiscales se puede lograr la canalización del ahorro nacional y de capital extranjero hacia

inversiones en valores mobiliarios, teniendo en cuenta que esto favorecerá indudablemente la expansión económica de El Salvador y la estabilidad en el orden social del mismo, al permitir que tanto los poseedores de grandes como de pequeños ahorros, participen en la expansión económica nacional.

En este orden de ideas, son principios universalmente reconocidos:

1o) El impuesto sobre la renta, que grava los beneficios obtenidos por las Sociedades Anónimas no debe de ser objeto de imposición sobre el rédito de aquéllos que en su calidad de accionista participan en los beneficios de la sociedad por ser una misma materia imponible y encontrarnos en presencia de la doble imposición.

2o) La exención de impuestos sobre las ganancias de capital, que se origine como consecuencia de operaciones de compraventa de títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios, ya que al darse esta exención trae como consecuencia la estimulación de movimiento de estos títulos en el mercado de capitales.

En resumen:

1o) Debe de suprimirse la doble imposición del impuesto sobre la renta que gravan a la Sociedad y al accionistas.

2o) Que se exima de considerar objeto del impuesto sobre la renta las utilidades que sean capitalizadas.

3o) Que no sea materia imponible las ganancias de capital obtenidas en operaciones de compraventa de títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios.

4o) Que las negociaciones bursátiles estén exentas de toda clase de tasas e impuestos, con el objeto de facilitar las operaciones de compraventa y estimular la fluidez del mercado.

5o) Que el capital poseído en valores mobiliarios tenga una tabla de impuestos inferior en relación con aquéllas que gravan la donación de bienes, obteniendo por este medio la circulación y la liquidez de las inversiones.

6o) Que se supriman todas aquellas disposiciones fiscales tales como la retención a los no residentes en el país, que colocan en situación desventajosa a las Sociedades Anónimas.

7o) Que se autorice el revalúo periódico teniendo como base los índices de cotización y que se eximan de tasación los ajustes contables derivados por él y la correspondiente distribución de acciones y las convertibilidades de obligaciones o debentures en acciones.

8o) Que se eximan de toda clase de impuesto, las inversiones de capital que se lleven a cabo en sectores básicos para el desarrollo económico del país.

9o) Que se elimine por ser obstáculo y de difícil manejo para el tráfico bursátil, el sistema de retención para las utilidades distribuidas en una sociedad anónima.

Como consecuencia de la diversificación de las inversiones que trae aparejada la inversión en títulosvalores, títulos de crédito o valores mobiliarios surgirá la libre y espontánea participación de la colectividad en el esfuerzo productivo de El Salvador, para realizar por medio de esta diversificación, los fines económicos y sociales que son necesarios y que darán acceso al público, a inversores potenciales,

tanto a los grandes, medianos y pequeños inversores, en las nuevas empresas que se constituyan así como en las empresas tradicionales.

Debe de estimularse la participación de capitales extranjeros en las empresas que se promuevan en el país, para que en esta forma se llegue a óptimas condiciones de desarrollo al reunirse los capitales extranjeros con capitales nacionales. Para alcanzar este fin debe de derogarse todas aquellas medidas tributarias que gravan en mayor grado las inversiones extranjeras en el país.

Otra medida indispensable que debe de tomarse para incrementar el desarrollo del mercado de valores en el país, es aquella que permita la incorporación de capitales privados, en todas aquellas empresas de servicios públicos o de diversa naturaleza que en la actualidad son explotadas exclusivamente por el Estado, lo que puede lograrse mediante el ofrecimiento al público de acciones de aquellas empresas que explota el Estado, allegándose de recursos financieros por medio del aporte de la iniciativa privada.

Deben de dictarse disposiciones que compelan a las empresas extranjeras que pretendan desarrollar sus actividades en el país, para que constituyan Sociedades Anónimas Nacionales, cotizando sus acciones en Bolsa y como consecuencia dar acceso a ellas a los inversionistas nacionales, lo que creará un ambiente de confianza y de cooperación en el orden técnico y financiero, favoreciendo en esta forma el capitalismo del pueblo y la economía nacional.

Bajo estos aspectos, la legislación fiscal salvadoreña debe de modificarse tomando en consideración en primer lugar que deben de suprimir los impuestos sobre la renta que ocasiona la ganancia de capi-

tal en la compraventa de títulosvalores que se realicen en bolsa.

Asimismo, que las Sociedades que inscriban sus acciones en bolsa, estén exentas de la doble imposición, es decir, del impuesto sobre las utilidades de ella y al mismo tiempo del impuesto sobre la renta que grava al accionista, lo que equivale a decir que debe de mantenerse exclusivamente un impuesto adecuado sobre las utilidades de la sociedad, quedando exentas las utilidades que se distribuyan entre los accionistas en proporción a las acciones que posean en dichas sociedades.

Deben de suprimirse las tablas de retención tan elevadas para los poseedores de acciones no residentes en el país, ya que la tasa del 38% parece excesiva y desconoce las realidades financieras nacionales y cooperación, en vista que estas medidas tributarias promulgadas sin la meditación necesaria, en lugar de estimular la inversión extranjera en El Salvador, tiende a alejarla como consecuencia de lo alto del gravamen.

Deben de suprimirse los impuestos sobre capital líquido poseído, que en la actualidad rigen en el país, para aquellos contribuyentes que sean tenedores de títulos de crédito, títulosvalores o valores mobiliarios que se cotizan en bolsa y que se encuentren inscritos en los registros respectivos del organismo bursátil.

CAPITULO CUARTO

El Corredor de Comercio como eje de las Operaciones Bursátiles, Mandato Mercantil; Comisión. - Las Ventas al Martillo, - Las Operaciones Bancarias como Coadyuvantes del Tráfico Bursátil, -

EL CORREDOR DE COMERCIO COMO EJE DE LAS OPERACIONES BURSATILES.

La figura del mediador se perfila desde las épocas más remotas, en la época de Plamínico en Egipto. Los mediadores formaban una casta especial, dentro de la organización social egipcia.

El mediador surge a la vida mercantil por la necesidad sentida por compradores y vendedores, de enterarse en qué lugares y bajo qué condiciones se pueden adquirir y vender los productos. Esto trajo como consecuencia que aparecieran personas que mediante una remuneración, facilitaban a los comerciantes los informes precisos, aproximando a vendedores y compradores, es decir, mediando entre ellos, haciendo posible y estimulando la celebración de los contratos. El mediador surge a la vida mercantil como un verdadero comerciante, en vista que con ánimo de lucro, interviene en el comercio de los productos.

En Grecia y en Roma los mediadores tuvieron gran importancia, aunque su oficio era de escasa consideración social. Fueron objeto de severas críticas por Horacio en las Sátiras Segunda y Tercera. Se les conocía con el nombre de "Proxenetae" y de "Mediatore", de e-

llos y del "Pactum Proxeneticum" se ocupa el título XIV de libro IV de las "Pandectas".

Según los comentarios de Ulpiano, sobre este título, no se da en contra del "Proxenetae" la "Actio Mandiate" ni la de "Locatio Conducto", pero si podían ser demandado en virtud de la "Actio Doli" si habían procedido con "Dolo et galidiate".

Debido a la intensificación del comercio en la Edad Media, aumenta, considerablemente la importancia de los medidores, interviniendo en la mayoría de los contratos, por ser conveniente para el interés público, razón por la cual los Municipios y las Ciudades los nombraban, exigiendo su intervención en los negocios.

En Italia, fueron conocidos durante dicha época con los nombres de "Miseti", "Sengali", "Mesari", "Sensali", regulándose sus funciones por primera vez en el Estatuto de Florencia del año de 1299 y posteriormente otorgándoseles atribuciones mayores en el año de 1327.

Los mediadores constituían en cada ciudad, una corporación, su intervención era en diversos negocios obligatoria, para la celebración de los contratos. Se les prohibía realizar operaciones por cuenta propia y que se asociaran bajo ningún aspecto, con los comerciantes. Debían de anotar en los Registros, que llevaban al efecto, los negocios en que intervinieran y mantener en secreto el nombre de los contratantes, hasta la conclusión del contrato, debiendo de obrar con imparcialidad y sin inducir a engaño a ninguno de ellos. A sus manifestaciones orales y escritas se les otorgaba plena validez en juicio, no obstante se opina que no gozaban de mucho crédito entre el gremio, tan es así que en la primera obra científica publicada por Estracca en el año de

1558, con el título de "Proxenetis", refiriéndose a su falta de veracidad, se expresó: "Proxenetai abundan mendatis".

Hay una ordenanza francesa del siglo XIV que reglamentó las actividades de los corredores de comercio, cuyo oficio adquirió en el siglo XV carácter público, teniendo desde entonces el corredor el carácter de notario mercantil y regulándose sus reuniones. Esto obedció no sólo para evitar posibles abusos de confianza, sino que también en vista de la multiplicación de los actos mercantiles y a la rapidez con que debían de celebrarse y ejecutarse, dado que no eran susceptibles de las formalidades, que revestían los negocios civiles.

Tal como he hecho referencia en los párrafos anteriores al referirme a los Contratos Bursátiles y a las Operaciones de Bolsa, la negociación bursátil se centra precisamente en el agente de bolsa o Corredor de Bolsa, ya que todas las negociaciones que se llevan a cabo en estos centros de contratación mercantil, - Los Mercados de Valores Mobiliarios -, se realizan precisamente con la intervención del Corredor de Bolsa, el cual actúa en nombre propio y por cuenta ajena. Es decir, que los verdaderos interesados en la compraventa de valores mobiliarios, no entran en contacto directo en Bolsa, sino que lo hacen por medio de los Agentes de Bolsa o Corredores de Bolsa.

En consecuencia, las órdenes para su ejecución en Bolsa, son dadas a un Agente de Bolsa para que compre o venda los valores mobiliarios. Este tipo de órdenes pueden transmitirse por cualquier medio, ya sea cartas, telegramas, por teléfono, de viva voz, o hacerlas llegar por una nota escrita durante la sesión bursátil.

Cualquiera que sea el medio utilizado para transmitir dichas órdenes, éstas deben de ser claras, concisas, indicando concretamente el valor mobiliario que se va a negociar, el nombre y la naturaleza de los títulos, la cantidad de los mismos, expresando si se refieren a acciones, bonos, obligaciones, certificados de participación, etc.; que no quepa duda alguna, sobre la identificación de los mismos, por lo que de ser procedente, debe de indicarse sobre todo para aquellos títulos de renta fija, el interés y la fecha de emisión.

En técnica bursátil, existen diversos tipos de órdenes que confieren los inversionistas a los Corredores de Bolsa. Por ejemplo, quien confía a un Corredor la gestión de comprar o vender al contado valores mobiliarios, concretándolos por su naturaleza y por la cantidad de los títulos a negociar, puede dar la orden sin indicar el cambio a que debe de ejecutarse, la que es denominada "Orden por lo Mejor". Por el contrario, puede fijar un cambio que no deberá de ser sobrepasado que es la denominada "Orden a Cambio Limitado" o "Fijo". Asimismo, puede fijar el cambio al que debe de operar si es alcanzado o sobrepasado denominada "Orden Stop". También pueden serlo "A como hagan," cuyo cambio se señala en el acto de cotizar. Se puede combinar una compra con una venta, ligar las operaciones, haciéndolas depender una de la otra que son las denominadas "Ordenes Ligadas". Puede ordenarse una o varias compras o una o varias ventas, ordenando no comprar hasta después de haber vendido o recíprocamente, no vender más que después de haber comprado. Esta es la orden denominada "D'abord et ensuite" que es ejecutable en una o en varias Sesiones de Bolsa.

Puede dejarse al mediador o corredor la facultad de ejecutar la orden cuando lo juzgue más oportuno atendiendo a la naturaleza y marcha del mercado, la cual es denominada "Orden a Apreciación".

Ordenes "A Mejor Cambio o por lo Mejor"

Este tipo de órdenes no supone limitación alguna en el precio de cotización, las cumple el corredor lo más rápidamente posible, después de recibirla poniendo en su negociación el máximo interés.

Salvo casos excepcionales de clara tendencia en el mercado de un valor, es muy difícil para el corredor preveer el cambio más favorable y esperarlo para ejecutar la orden, por ello la que se recibe antes de comenzar la Sesión Bursátil debe de ejecutarse al primer cambio. El corredor que no obre en esta forma, y después comprare o vendiere un cambio más perjudicial para su cliente, podría encontrarse cuando menos en situaciones incómodas.

De ello resulta que en la práctica "La Orden al Mejor Precio", no se ejecuta ni al cambio más elevado en caso de venta, ni al bajo en caso de compra. Si se producen bruscas e importantes oscilaciones, puede ejecutarse al cambio más perjudicial sin que se le pueda imputar negligencia, culpa o falta de interés al corredor bursátil.

"Ordenes a Cambio Limitado o Fijo"

Son aquellas cuya ejecución se subordina a un cambio determinado o a partir de cierto cambio en alza o en baja, según se trata de ventas o de compras. No pueden ejecutarse más que si los límites prescritos son realmente alcanzados.

Supongamos que un cliente desea comprar diez acciones de una determinada Sociedad al cambio de ₱10.00. Su orden deberá de ser "Com

prar 10 acciones de la Sociedad X a ₱110.00".

Si durante la sesión bursátil del día de la recepción de la orden el cambio no desciende de ₱110.00, la orden no podrá ejecutarse.

Si desciende a ₱109.00, debe de ejecutarse, pero si no hace más que tocar el cambio límite de ₱110.00 no se puede exigir su ejecución, y las razones son las siguientes:

Toda transacción en el Mercado al contado da lugar a la cotización del cambio, incluso cuando es un solo el título ofrecido. Cuando así sucede no cabe reclamar la ejecución de la orden por no ser posible probar que hubiera contrapartida vendedora que aceptase los títulos al cambio de compra fijados.

Las órdenes a "Cambio Limitado" no impiden que el agente las realice a otro más favorable. Solamente en un caso debe ir precisamente al límite, sin fijarse si puede lograr o no mejor cambio, y es en el de las operaciones de arbitraje con otra plaza, pues ha de cumplirlas en el acto de ser recibidas y comunicarlo inmediatamente al cliente.

No puede exigirse prácticamente la ejecución por orden a cambio limitado más que si el número de operaciones realizadas a cambio inferior demuestran la posibilidad de haberse ejecutado la operación. Lo mismo sucede en las ventas cuya ejecución a cambio limitado no se puede exigir, más que si el valor que se cotizó a cambio superior al límite prescrito.

"Ordenes al Primer Cambio".

Es una modalidad de la orden limitada, su ejecución se hace al primer cambio alcanzado en la cotización, en razón a la posibilidad

de contrapartida insuficiente. La operación no se puede garantizar más que si antes de que termine la sesión bursátil, el valor ha sido cotizado a cambio inferior, si se trata de compra o superior si se trata de venta.

"Ordenes Stop"

Suponen cambio limitado, su fórmula es "comprar tantos títulos a X cantidad de dinero stop". El dador de la orden en estos términos precisos, entiende que el valor deberá de ser comprado cuando el cambio de S fijado como límite sea alcanzado.

Esta clase de órdenes se utiliza para limitar los riesgos de una compra o de una venta de carácter especulativo. Como su propio nombre lo indica tiene el efecto de una orden límite. Un especulador al alza, previniendo la eventualidad contraria, se defiende contra la baja a cierto cambio, dando la orden de vender "stop", si la baja lleva a los títulos a cambio determinado; y a la inversa, un vendedor en descubierto se garantiza contra el alza que contraría sus provisiones pasando órdenes de compra "stop" y fijando el cambio al cual el alza haría peligrar sus intereses.

Como consecuencia resulta que en general el límite de una orden "stop" de compra es fijado a cambio sensiblemente superior y el límite de una orden "Stop" de venta a cambio sensiblemente inferior a los que se cotizan en el momento en que tales órdenes son transmitidas.

La naturaleza de estas órdenes las hace ser más del mercado a plazo que del contado, pero eso no indica que no puedan ser utilizadas en este último. Un inversionista compra títulos cuyos cambios suben después de la compra, espera que el alza continúe por lo que considera

conveniente conservar los títulos, pero ante la posibilidad de reacción contraria en el mercado, pasa orden de venta "stop" en la que fija un cambio, que cuando menos, le permita consolidar parte del beneficio que ha obtenido.

"Orden Alrededor o Aproximado".

Cuando se desean fijar cambios inexorables, sin dejar amplitud de movimientos al agente intermediario, se emplea la expresión alrededor o aproximado a cierto cambio. Estas son órdenes de uso poco frecuente.

Cierto que toda restricción en las órdenes o precisión en los cambios a que debe de ejecutarse las operaciones, supone lí mite a cualquier imprevisto, pero hace más difícil la ejecución de la orden.

Las órdenes sólo son ejecutables cuando encuentran su contrapartida en el mercado y fácilmente se comprende, es más difícil encontrar aquella a un límite prefijado que si acepta el normal cambio que resulte del libre juego de la oferta y de la demanda.

"Ordenes a Como Hagan".

Una vez terminada la cotización oficial en los "corros", quedan operaciones pendientes de ejecutar por parte de los clientes. Acostumbran éstos a dar las órdenes a los intermediarios para que las ejecuten "a como hagan", es decir al cambio que se señala en el acto de cotizar, lo que suele suceder en relación con valores de poco movimiento aun cuando a veces tengan mucha importancia. En el acto de cotiza-ción el corredor señala como cambio el medio de los que se hubiesen publicado si son varios, el de cierre si son dos y el único habido si sólo se cotizó a un cambio.

"Ordenes Ligadas".

La Orden Ligada consiste en una o varias compras y en una o varias ventas para ejecución en una misma Bolsa.

Pueden transmitirse con un "ecart" fijado entre los cambios de los valores a negociar, pero para que sea ejecutable, es preciso que los cambios referentes al "Ecart" sean simultáneamente cotizables.

Las órdenes limitadas son totalmente independientes unas de las otras, aun cuando el cliente dé diferentes órdenes a ejecutar, en una misma bolsa, que es precisamente en lo que se diferencia de las órdenes ligadas, dadas por el cliente que quiere proceder a una operación de arbitraje.

El arbitraje en estos casos, consiste en proceder en una misma Bolsa a vender ciertos títulos y a comprar otros títulos, con la particularidad que la compra y la venta son solidarias una de la otra y que ninguna de las dos operaciones, será ejecutada a menos que la otra se encontrara convenientemente realizada. Es esto en lo que consiste precisamente la expresión "Ordenes Ligadas".

La forma más simple de las órdenes ligadas, supone la venta de ciertos títulos y la compra de otros en sustitución total o parcial de aquéllos, sin condicionar el cambio de los mismos. Por ejemplo, "Vender X número de títulos. - Comprar X número de títulos Orden Ligada".

Pero en la práctica, puede el dador de la orden, no dejar tanta libertad al agente intermediario y convenir en limitar los cambios tanto para la compra como para la venta.

Los límites fijados para la ejecución de las órdenes ligadas pueden igualmente transmitirse con un "ecart" de cambios entre los dos tí-

tulos que dan lugar al arbitraje.

Cuando la venta debe de realizarse a cambio superior, de aquel a que se debe de efectuar la compra, el "ecart" del cambio fijado por el dador de la orden es bursátilmente designado por la palabra "beneficio". Por ejemplo: "Comprar X acciones vendiendo X acciones, beneficio X". Significa que el arbitraje debe de efectuarse a cambios totales, que las acciones de una de las sociedades se coticen a X cantidad de dinero inferior con relación con cada acción de la otra Sociedad que debe ser adquirida en sustitución. A la inversa, cuando la compra prevista debe de ser a cambio superior a aquel en que debe de efectuarse la venta, el "ecart" se designa con la palabra "pérdida". Supongamos "Comprar 10 acciones "X" vendiendo 10 acciones "Y" órdenes ligadas pérdida \$100.00." Esto significa que el arbitraje debe de efectuarse al cambio correspondiente para que cada una de las acciones "X" sean compradas a \$100.00. más caras que aquellas en las que sean vendidas las acciones "Y".

La ejecución supone que los dos valores del arbitraje son cotizados casi simultáneamente, hecho que se produce en raras ocasiones. Si la cotización de estos valores tienen lugar en dos momentos distintos de la misma Sesión Bursátil, el mediador no puede ejecutar una de las operaciones ignorando cuándo y en qué condiciones se presentará la posibilidad de ejecutar las otras.

"Órdenes a La Apreciación"

Estas suelen transmitirse cuando un cliente desea comprar o vender una cantidad importante de títulos y quiere evitar que la ejecución de su orden pese sobre el mercado, es decir que produzca sensi-

ble alteración en los cambios. En tal supuesto deja en libertad al corredor para que ejecute la orden en una o en varias sesiones de bolsa, atendiendo la marcha del mercado y de las contrapartidas que se presenten.

"Ordenes al Mercado"!

Este tipo de órdenes, son aquéllas que deben de ejecutarse al mejor cambio posible que pueda obtener el Corredor de Bolsa en representación de su cliente, al momento en que la orden es recibida en el Corro. En estas circunstancias, el cliente ordena al corredor, de que venda o compre inmediatamente al mejor cambio posible, independientemente de cuál sea éste.

"Ordenes Limitadas".

La característica esencial de este tipo de orden, es que el cliente o sea el inversor, decide anticipadamente a qué precio es que él desea comprar o vender los valores, determinándose al corredor.

"Ordenes al Día".

Una orden al día, es aquella cuya validez expira automáticamente al final de la sesión bursátil del día que se señala. Por lo regular todas las órdenes son consideradas como órdenes al día, a menos de que se especifique lo contrario por el cliente al Corredor.

"Ordenes Semanales".

Este tipo de órdenes, son aquellas que expiran al finalizar la semana, es decir, la última sesión bursátil de la semana.

"Ordenes Al Mes"!

En esta clase de órdenes, las instrucciones dadas expiran en la última sesión bursátil que corresponda al mes de que se trate.

"Órdenes Abiertas".

Las órdenes abiertas, conocidas también como "Ete" son aquellas que se mantienen en vigor y vigencia hasta que son canceladas. Este tipo de orden o mandato conferido al corredor, se mantiene vigente hasta que específicamente el cliente la cancela, o no la confirma cuando las Reglamentaciones de la Bolsa, requieren esa confirmación en las épocas predeterminadas por la misma. En cuanto a las épocas de confirmación, estas varían de Bolsa en Bolsa, por ejemplo, en la Bolsa de Valores de Nueva York, desde el mes de enero de 1952, la Bolsa requiere a los corredores, específicamente bajo la regla 123, que confirma en las órdenes abiertas por lo menos en intervalos de cada 6 meses el último día de sesión bursátil, en los meses de Abril y Octubre. Estas órdenes expiran automáticamente, a menos que sean confirmadas en las fechas antes relacionadas.

"Órdenes Stop con Límite".

El inversor que desea usar este tipo de orden, pretende obtener la ventaja de una "Orden Stop", pero desea asegurarse a qué precio es que venderá o comprará los valores mobiliarios. En este caso no está satisfecho con el precio del mercado al que debe de actuar el corredor en las "Órdenes Stop". Se pretende obtener las ventajas de la "Orden Stop" conviniéndola con las "Órdenes de tipo Limitado".

"Órdenes a Discreción".

Las a discreción son aquellas en las cuales el inversor deja cierta discreción al corredor en cuanto al precio en que debe comprar o vender los valores mobiliarios. La discreción puede ser completa o puede estar limitada. Es un uso bursátil universalmente reconocido que

el corredor utilizando los conocimientos del mercado, puede obtener mejores utilidades para su cliente que lo que puede obtener el cliente por sí, ya que desconoce el mercado, en la forma integral como el Corredor de Bolsa.

Cuando se opera a discreción completa, el corredor o sus representantes, tienen la facultad de decidir sobre el tipo de valores, el número de valores, cuándo debe de vender o comprar, en cuanto al precio y en cuanto al tiempo de ejecución del contrato. Este tipo de órdenes se encuentran reglamentadas por la regla 408 de la Bolsa de Valores de Nueva York.

Cuando se opera a discreción limitada, el corredor o sus representantes, únicamente tienen la facultad de disponer en cuanto al precio y al tiempo de ejecución.

"Órdenes Inmediatas o Canceladas".

Este tipo de órdenes son denominadas en el derecho Anglosajón "Fill and Kill Orders". Este tipo de orden debe de ejecutarse al momento que se recibe y al precio que está especificado y en caso que no pueda llevarse a cabo se entiende que ha sido cancelada. Por ejemplo, un inversor puede desear vender cierta cantidad de valores que tiene a mercado limitado. Se encuentra incierto si puede comprar o vender en ese límite, si no puede obtener la ejecución de la orden entonces inmediatamente desea cancelarla.

"Órdenes Canceladas".

Este tipo de órdenes son aquellas que cancelan órdenes que se han dado previamente al corredor, son de dos tipos: cancelación directa y cancelación de una orden anterior. La cancelación directa cancela

una orden anterior y no es reemplazada por otra.

La cancelación de una orden anterior denominada "CSO" también cancela una orden anterior, pero es sustituida por una nueva orden en relación con los caracteres de la misma.

Me referiré ahora a la que es denominada en Técnica Bursátil "Aplicación Bursátil", la que tiene íntimamente relación con las funciones que desarrolla el corredor en las operaciones bursátiles.

Se denomina en técnica bursátil "Aplicación", a aquel Contrato de Bolsa, que lleva a cabo un corredor en el que concurren dos órdenes inversas de operar, una de compra y otra de venta, o una de venta y otra de compra y da cumplimiento a las mismas, sin recurrir a otro de los Corredores de Bolsa que operan en la sesión bursátil.

Este tipo de operación bursátil por medio del cual se concentra en una sola persona dos voluntades diversas, es lo que constituye en términos generales el "Auto-Contrato" y cuando se refiere al caso de la Comisión es que surge, como una institución jurídica especial, la denominada "Auto-Entrada".

En consecuencia, la "Auto-entrada" surge cuando habiendo dos patrimonios diferentes e independientes y un solo corredor o comisionista, con poder de disposición sobre ambos, crea entre ellos relaciones jurídicas obligatorias.

La "Auto-entrada", no es más que la aplicación del "Auto-Contrato" al caso del corretaje o comisión necesitándose para que se perfila dos requisitos, a saber:

1o) La existencia de dos patrimonios independientes.

2o) Un corredor o comisionista que tenga la facultad de disposición sobre ambos patrimonios.

El "Auto-Contratante", corredor o comisionista, por un acto unilateral de voluntad, pone en relación obligatoria dos patrimonios autónomos que pueden ser:

El del mismo comisionista y el del comitente que es el caso típico de la "Auto-Entrada" del comisionista, como lo reglamenta nuestro Código de Comercio vigente y el de dos comitentes que hacen coincidir sus respectivas órdenes inversas, en un mismo corredor, caso específico de "Auto-Entrada", el cual es conocido en Doctrina Mercantil y en técnica bursátil con el nombre de "Cúmulo de Mandatos".

La "Aplicación" de títulos no es otra figura jurídica, que el caso de "Auto-Entrada" con cúmulo de mandatos opuestos, coincidentes en la persona de un mismo corredor de bolsa, el cual pone en relación obligatoria los patrimonios de los dos comitentes.

Las dos modalidades de "Auto-Entrada" tienen diferencia según el número de personas que intervengan en la misma.

En el contrato típico de comisión concurren tres personas, un comitente, un comisionista que concierta el contrato de comisión y un tercero que con el mismo comisionista lleva a cabo el contrato de realización de la comisión.

En la auto-entrada, negocio típico de la Comisión, falta materialmente una de las tres personas que normalmente intervienen en la misma, o sea el tercer contratante, cuya posición es asumida por el comisionista, quien pone en relación obligatoria su patrimonio personal y el de su comitente por un acto unilateral suyo, convirtiéndose por

tanto en comprador o vendedor de los bienes que tiene encargo de vender o comprar para el comitente.

En el caso de la comisión en la que intervienen dos comisionistas, existen dos contratos de comisión, con sus respectivos comitentes y comisionistas y un contrato de realización de la comisión entre ambos comisionistas. Este es el caso de las negociaciones en bolsa, en las cuales el agente comisionista, se ve compelido a recurrir a otro corredor de bolsa, comisionista de otro comitente, para poder realizar y ejecutar en la negociación bursátil y como contratantes se perfilan los propios agentes. La concurrencia normal en la realización de la comisión, en los contratos bursátiles, son dos personas: los dos agentes contratantes, en el papel de comisionistas.

En esta especie de comisión, la "Auto-Entrada", se da cuando coincide precisamente en un solo corredor, los dos mandatos de los comitentes, pero en sentido inverso, pudiendo el comisionista llevar a cabo el negocio de realización de la convención, con sólo traspasar los mandatos opuestos como si la actuación del mismo fuera la de un mediador. En esta clase de "Auto-Entrada" falta materialmente uno de los comisionistas en la negociación bursátil, puesto que se ponen de acuerdo las dos voluntades idénticas pero opuestas de los comitentes a través de un mismo corredor de bolsa. Por esta circunstancia es que se clasifica la "Aplicación de Valores" como la "Auto-entrada" del comisionista al obligar por sí a dos patrimonios de sus comitentes como consecuencia de la coincidencia en su persona, de dos mandatos opuestos.

Tradicionalmente, se ha sostenido la ilicitud del autocontrato, en vista a la colisión de intereses, que puede surgir al concentrarse en la sola voluntad de una persona, las voluntades de dos personas interesadas y consecuentemente del peligro que representa que el auto-contratante posponga el interés del representado o comitente, el suyo propio.

Sin embargo, modernamente ha surgido una corriente favorable a la admisión del "Auto-Contrato", como figura perfectamente acorde con las necesidades económicas. Si bien salvando en lo posible, la coalición de intereses con una complicada serie de garantías.

A pesar de esta reacción favorable de la doctrina, son pocas las legislaciones que aceptan el auto-contrato sin el recelo de la temida colisión de intereses prescribiendo garantías que la dejan a salvo.

En realidad no puede hacerse una crítica del auto-contrato o auto-entrada en términos generales, puesto que si va dirigido a salvaguardar los intereses de los comitentes, existen casos precisamente en los que no se da colisión de intereses, tales como aquellos contratos en el que el precio se señala con carácter oficial por un organismo de esa misma naturaleza, como sucede en la contratación bursátil, en las cuales la fijación de los tipos de cambio, son aquellos que alcanza según la marcha del mercado. Por esas razones el precio justo o corriente, ha sido el principal motivo en que se fundan los tratadistas para estimar que la auto-entrada del corredor de bolsa, no tiene ni representa un peligro de colisión de intereses.

En cuanto a si la aplicación bursátil sería lícita o ilícita en nuestro medio, creo que no hay ninguna duda para pronunciarse por la

licitud de la misma, ya que el art. 163 del Código de Comercio preceptúa: "En las comisiones de compra y venta de letras, fondos públicos y títulos de crédito, que tengan curso en el comercio o de cualesquiera mercaderías o géneros que lo tienen en bolsa o en el mercado puede el comisionista, salvo pacto en contrario, ofrecer al comitente como vendedor las cosas que haya de comprar o adquirir para sí o como comprador las que haya de vender quedando siempre a salvo su derecho a la retribución".

En cuanto a este epígrafe, réstame hacer la aclaración que el corredor de bolsa, en las actuaciones que realiza en las sesiones bursátiles, puede hacerlo por sí o por medio de mandatarios. Ya que éste puede ser una Sociedad de prestación de servicios profesionales, específicamente el de comisión o correduría bursátil, en las cuales podrá actuar, por medio de los representantes designados en el pacto social, o por los mandatarios que éstos designen.

MANDATO MERCANTIL; COMISION.

En el Derecho Privado contemporáneo, todos los actos jurídicos, con excepción del testamento, pueden realizarse por medio de otra persona a la cual se le hayan conferido las facultades necesarias para realizarlo.

En consecuencia, el contrato por medio del cual se confiere la facultad antes anotada, de actuar por otro, es lo que constituye el mandato, el cual es comercial cuando se otorga precisamente para la realización de actos de comercio.

En este sentido, nuestro Código Civil en el art. 1875 preceptúa: "El mandato es un contrato en que una persona confía la gestión de uno o más negocios a otra, que se hace cargo de ellos por cuenta y riesgo de la primera".

El Código de Comercio en el art. 122 preceptúa: "Que existe el mandato mercantil cuando alguna persona se encarga de practicar uno o más actos de comercio por cuenta de otro".

De las disposiciones transcritas, se llega a la conclusión antes anotada, que el mandato no es más que un contrato por medio del cual se confiere a otra persona la facultad para efectuar por cuenta de quien la confiere, un acto o un conjunto de actos jurídicos, el cual será comercial cuando el acto o actos encomendados sean aquellos determinados por la legislación como actos de comercio. Ahora bien, es preciso aclarar que no va invívito en el mandato la representación, a pesar de que el Código Civil dé la idea de la representación, pero al mismo tiempo, se ha reconocido por la doctrina, la situación en que el mandatario puede actuar sin invocar la representación del mandante.

No obstante, aun en dichos casos, puede sostenerse que hay representación en las relaciones de mandante y mandatario, pero aun admitiendo esta circunstancia, debe de aceptarse que la representación al no exteriorizarse, al no invocarse por el mandatario en el acto, no forma parte integrante del contrato, el que aparece celebrado por el mandatario como si obrara por cuenta propia, es decir, en otras palabras, que la representación no es de la esencia del mandato.

Ahora bien, ¿qué debemos de entender por comisión? Nuestro Código de Comercio considera la comisión como una especie de man

dato mercantil, en el cual el que actúa por cuenta de otro, lo hace con relación a uno o a varios negocios determinados, obrando ante los terceros con quienes contrata en nombre propio. En este sentido, el art. 155 del Código de Comercio preceptúa: "Hay contrato de comisión, cuando el mandatario ejecuta el mandato mercantil sin mención o alusión alguna al mandante, contratando en su nombre propio como principal y como único contratantes". La diferencia entre el mandato y la comisión mercantil, se centra en que el directamente obligado por los contratos que realiza en nombre de otro, es precisamente la persona encargada de los mismos o sea el comisionista y no el comitente. Este precepto se encuentra contenido en el art. 157 de nuestro Código de Comercio el que preceptúa: "El comisionista queda directamente obligado con las personas con quienes contrate como si el negocio fuere suyo, no teniendo esta acción contra el comitente, ni éste contra ella, quedando sin embargo a salvo siempre las que puedan competer entre sí al comitente y al comisionista". Ahora bien, las relaciones existentes entre el comitente y el comisionista se reglamentan por las mismas del mandato mercantil, de conformidad con el artículo 156 del mismo Código de Comercio.

Thaller, considera que lo que constituye la comisión en oposición al mandato ordinario, no es precisamente la condición del acto de comercio de la operación confiada, sino más bien la naturaleza del objeto que se ha recibido - la orden de negociar - objeto que debe ser un producto, un título circulante, para que pueda perfilarse la existencia de la comisión.

La comisión nace a la vida jurídica en la Edad Media, pero es a partir del siglo XVII que aparece reglamentada en las legislaciones y reemplazando el empleo de factores. El contrato de comisión jugó en esa época un roll importantísimo y prestó inestimables servicios al comercio internacional.

Ahora bien, en cuanto al intermediario en bolsa, en vista que por cuenta de terceros y a nombre propio actúa en las sesiones bursátiles, no limitándose a poner en relación a los interesados en la compra y venta de los valores, sino que compran y venden por cuenta propia: son por consiguientes verdaderos comisionistas.

Tradicionalmente se les ha denominado corredores y es relativamente reciente la denominación de comisionistas.

Nuestro Código de Comercio, además de normar el mandato mercantil y la comisión, reglamenta la profesión de Corredores.

De conformidad con el concepto que contiene el Código de Comercio, en el art. 39, debe desprenderse que los Corredores pueden actuar verdaderamente como mediadores. Nuestro Código de Comercio, en realidad no tiene reglamentación alguna sobre el contrato de mediación que es aquel en el cual la función del intermediario, se limita exclusivamente a poner en relación a las partes contratantes terminando su función una vez que se ha realizado el negocio, pero en la cual los contratantes contratan por sí y no por medio de ninguna persona. Lo dicho anteriormente se desprende al mencionar el artículo citado, que los corredores son oficiales públicos instituidos por la ley para dispensar su mediación asalariada a los comerciantes y facilitarles la solución de los contratos.

Aparentemente, esa es la función que tiene el corredor en nuestro medio, pero el art. 44 numeral 3o. le da el verdadero carácter de comisionista, al preceptuar que el corredor "debe de guardar secreto no revelando los nombres de las personas que le encarguen los negocios, a menos que diga lo contrario la ley o la naturaleza de las operaciones o que los interesados concientan en que sus nombres sean conocidos". En conclusión para lo que a mi tema interesa, debe de concluirse, que la función del corredor de comercio y en especial del Corredor de Bolsa en nuestra legislación mercantil, es precisamente la de un comisionista, o sea la de un mandatario mercantil que actúa en nombre propio y por cuenta ajena, siendo el corredor de bolsa el único obligado por los contratos que realice, independientemente de las obligaciones que puedan existir entre el cliente y el corredor para el cumplimiento de los contratos.

LAS VENTAS AL MARTILLO

El remate o subasta es la adjudicación de bienes ajenos, en público al mejor postor, por personas que hacen de ello, del remate, su profesión.

He dicho adjudicación y no venta, aunque ordinariamente el remate se reduce a una compraventa, porque hay casos, en que el remate se refiere a derechos distintos de aquellos relacionados con la propiedad. Dije también, adjudicación de bienes y no de cosas en el sentido de objetos corporales, porque puede el remate versar sobre bienes que no sean cosas, en ese sentido, o sea en el sentido de corporalidad.

Nuestro Código de Comercio en el art. 61 establece que el remate tiene por objeto la venta de mercaderías o de otros bienes muebles.

Al dar el concepto de remate decimos que debe de tratarse de bienes ajenos, ya que es posible la venta o adjudicación en el remate de bienes propios del rematador, pero el art. 66 del Código de Comercio en el numeral 2o. y 3o. establece que es prohibido al martillero tomar parte en la licitación por sí o por ministerio de terceros, y asimismo adquirir algunos de los objetos de cuya venta se haya encargado mediante contrato celebrado con la persona que lo hubiere obtenido en el remate.

El remate puede ser judicial, es decir, por orden de Juez decretada en juicio y puede ser particular. El remate judicial, es aquel que puede ser ordenado contra la voluntad del dueño de la cosa que va a subastarse, como en el caso de los Juicios Ejecutivos, o puede ordenarse judicialmente a pedido de los mismos interesados, como en el caso del disenso para la venta de los bienes de propiedad de los menores.

En el remate judicial se aplican precisamente las disposiciones del Código de Procedimientos Civiles; por el contrario en los remates, no judiciales las reglas que se aplican son las contenidas en el Código de Comercio en los artículos 61 a 72 inclusive.

El remate es un acto de comercio, tal como lo preceptúa el artículo 3o. numeral 9o. de nuestro Código de Comercio.

El remate crea relaciones que surgen entre el que lo encomienda y el que lo realiza. Dicho contrato en realidad es un mandato que se

rá comercial cuando se encomienda por él la venta de las cosas que determina el art. 61 del Código de Comercio, porque como dije anteriormente, el art. 3o. numeral 9o. preceptúa que los martillos, son actos de comercio.

Después de que se ha llevado a cabo el remate, surgen las relaciones entre el que lo verificó, el que lo encargó y el adquirente de lo rematado, que serán las que resultan de la venta de las cosas, de modo que si se trata de una venta, el adquirente será comprador y el que encomendó la venta, será vendedor.

El remate se lleva a cabo por personas que hacen de ello su profesión, los cuales son denominados martilleros. La mayoría de las legislaciones no los legislan en los Códigos de Comercio, con excepción de la Argentina, Brasil, Chile, Paraguay, Colombia, Perú, Venezuela y Ecuador.

En la mayoría de las legislaciones anotadas, se designa a esta persona con el mismo nombre de martillero, que tenemos nosotros en nuestro Código de Comercio, pero los de Colombia y Venezuela los llaman "Venduteros" y el de Ecuador "Martilladores".

Los Códigos de Brasil, Uruguay, Paraguay, Colombia, Venezuela, Ecuador y la Argentina, establecen la profesión del martillero como profesión libre, aunque reglamentada; por el contrario los de Chile, Perú y El Salvador, consideran al martillero como un Oficial Público, que recibe su nombramiento del Presidente de la República en Chile, del Ministro de Hacienda y Comercio en el Perú y de la Corte Suprema de Justicia en nuestro país.

El martillo, tal como he dicho, es un acto de comercio, consecuentemente debe de concluirse que la persona que hace del Martillo su profesión habitual. Los martilleros son comerciantes, ya que todos los actos que ejecutan son mercantiles y por el carácter de oficiales públicos mercantiles de que gozan.

El remate es esencialmente un rápido medio de liquidación, por consiguiente, las ventas realizadas en él, deben de ser al contado, sobre todo al tratarse de cosas muebles. Por eso algunos Códigos como el nuestro, Chile, Venezuela y Ecuador, establecen que toda venta al martillo es al contado. Este precepto está contenido en el art. 68 de nuestro Código, pero cabe la duda de que la ley al normar los martillos, no ha prohibido la convención contraria entre el comitente y el rematador.

Las ventas al martillo no pueden suspenderse de conformidad con el art. 67 y las especies se adjudicarán definitivamente al mejor postor cualquiera que sea el monto del precio ofrecido. No obstante, podrá el martillero suspender o diferir el remate, si habiendo fijado un mínimo para las posturas no hubiere licitadores por ese mínimo.

De la disposición antes citada, se deduce que las ventas al martillo pueden hacerse con o sin fijación de bases, es decir, de un precio mínimo.

El remate se perfecciona con el golpe final del martillo, ya que la práctica es que el martillero emplee este objeto. En caso que no se emplee, el remate se perfecciona con la aceptación de viva voz de la última oferta. Pero la función del martillero no termina con esto, ya que tiene la obligación de rendir cuentas al comitente de conformidad

con el artículo 61 de nuestro Código de Comercio.

Las ventas al martillo no han tenido mayor aplicación en nuestro medio, con excepción de aquellas que se verifican por los Montepíos para realizar los objetos dados en prenda por los usuarios de esos servicios. Por esta razón es que en el Proyecto de Código de Comercio elaborado por el Ministerio de Justicia, pretende suprimir de la legislación mercantil salvadoreña las ventas al martillo. Pero tal como hice referencia al tratar de la ejecución de los contratos bursátiles, las ventas al martillo, deberían de modificarse y al mismo tiempo mantenerse en la reglamentación de las bolsas o en las disposiciones pertinentes del Código de Comercio, ya que éste es el medio más eficaz para permitir la ejecución inmediata de los contratos, en aquellos casos en que el agente de bolsa haya retardado el cumplimiento de sus obligaciones de aquéllos que sean imposibles de cumplir.

LAS OPERACIONES BANCARIAS COMO COADYUVANTES DEL TRAFICO BURSATIL

La función asignada a la Banca, en el mundo contemporáneo, penetra en la mayoría de los aspectos económicos de la vida, desde la economía doméstica hasta la del Estado; desde la formación del ahorro familiar, hasta el financiamiento de la gran industria. La circulación monetaria, el movimiento de los cambios, la ejecución de los pagos, el desenvolvimiento del crédito en sus especies más variadas, la recolección de capitales y la repartición de los mismos, para utilidades diversas, son todos fenómenos regidos o controlados por las Instituciones

nes de Crédito, denominadas Bancos.

Las más remotas civilizaciones indudablemente conocieron la función de la banca.

La banca aparece en Babilonia desde el siglo VI antes de Cristo; pero las informaciones más precisas que se tienen sobre esta actividad, provienen de Grecia y de Egipto.

Hay autores que sostienen, que en Grecia la moneda era conocida desde el siglo VII antes de Jesucristo y fue precisamente en los templos, en donde se realizaron las primeras operaciones de Banca, valiéndose del patrimonio de los templos, el cual se constituía por las ofrendas de los fieles o bien por aquellos depósitos que la fe en la administración religiosa. La administración de los mismos se confiaba al Consejo de los Anfitriones, el cual hacía que los fieles depositaran su dinero en forma frecuente y abundante en los templos.

Hay documentos del año 437 antes de Jesucristo, los que indican que en la entrada del templo de Delfos, se cobraba una partida de intereses del 10% sobre préstamos de capitales. Pero esta tasa se reducía para los préstamos concedidos a la ciudad, como los que frecuentemente concedía el tesoro del Partenón a la ciudad de Atenas. Por la importancia que en la historia de las Ciudades Griegas tuvo Delfos a donde afluían de todas partes peregrinos a consultar el Horáculo, por la importancia de los jueces olímpicos y como consecuencia del comercio de la ciudad, el templo desarrolló una notable actividad bancaria.

Fuera de las actividades bancarias realizadas por los templos y los religiosos, también se dedicaron a este tipo de operaciones los particulares, los cuales recibieron el nombre "Kolivista" y de "Trape

zistas", distinción que corresponde a los cambistas y banqueros de la Edad Media. Famosa es en la historia, las noticias dadas por Demóstenes, con relación al banquero Fación, que hacía el año 360 antes de Jesucristo, cedió su empresa al liberto Formillón con un activo en créditos de cincuenta talentos, de los cuales once provenían de depósitos.

Los "Trapezistas" griegos efectuaron operaciones de depósito y de cuenta corriente, pagos por cuenta ajena y sobre todo, préstamos sobre los cuales percibían intereses del 10, del 12% y aún del 18% en los préstamos marítimos.

Gran desenvolvimiento alcanzó la Banca también en el antiguo Egipto, en donde en épocas remotas, constituyó un monopolio del Estado. Posteriormente, se concedía a personas particulares o sociedades particulares, el ejercicio del "Trapeze" público.

Las funciones ejercidas por la Banca egipcia, se reducían a la recolección de impuestos, la documentación de contratos concluídos entre terceros, realizando con esto una función análoga a la de los notarios modernos; pagos a terceros acreedores por órdenes de sus clientes que frecuentemente retenían en la Banca sumas disponibles y en cuyas órdenes, se ha creído poder encontrar un equivalente de la letra de cambio y de los cheques modernos.

Bajo la denominación romana surge y se difunde la Banca privada. En Roma los banqueros tenían a fines de la República, funciones diversas e importantes aunque de su actividad jurídica se conserva pocas referencias en la obra de Justiniano.

Los banqueros romanos eran denominados "Nummulariis, mensulariis y argentaris". Entre sus funciones no se puede precisar una

clara diferencia, porque aunque en los orígenes los "nummulariis" se ocupaban sólo de operaciones de cambio monetario y los "mensulariis" de operaciones de crédito, la diferencia desapareció con el tiempo, a tenuándose a tal grado, que ambos términos se usaron posteriormente en forma indistinta, para designar genéricamente la actividad de los banqueros. Más bien la distinción debe de hacerse entre los "argentari" y los "colectari". Los "colectari" aparecen organizados en corporaciones en la época de Dioclesiano, desempeñando la función pública de ensayadores de moneda.

De acuerdo con las regulaciones romanas, los banqueros deberían de llevar determinados libros. El libro principal era el "Codex Ractionum Mensae", en el cual a cada cliente se le abría una cuenta con dos rubros: del "Deber Espensur" y del Haber Acceptum". Los movimientos de estas cuentas, ya sea por abonos y pagos, daban lugar a las "Inscriptiones" y "Transcriptiones". El Título Tercero del Libro II del Digesto, se dedica a normar las funciones de los libros de los banqueros y a determinar los casos en los cuales éstos tenían obligación de exhibirlos.

En la Edad Media reaparecen los antiguos "numulari" tomando el nombre de "campsores". Sólo cambistas podían surgir y satisfacer las necesidades en una época no propicia para el tráfico y para el empleo de capitales, la que estaba enturbiada por una circulación monetaria caótica, circulación distinta de ciudad a ciudad, de tipo a tipo de moneda, resultando difícil acertar en las relaciones de equivalencia y a que las monedas eran objeto de frecuentes alteraciones.

Como consecuencia de las cruzadas y el florecimiento del comercio, es que se despierta y renace la actividad de los "Bancheriis" apareciendo las primeras organizaciones bancarias de importancia, las cuales nacen y se desenvuelven en Italia, propagándose posteriormente a todo el continente europeo. El nacimiento de los primeros bancos se ve en Venecia el año de 1171 y posteriormente en Florencia.

Cuando el comercio dejó de ser actividad exclusiva de los italianos y se difunde por el resto de Europa, aparecen los primeros bancos del continente, iniciándose con el Banco de Barcelona que se remonta al siglo XVI y con el de Amsterdam que aparece en el año de 1609, el cual surgió para facilitar los pagos comerciales y para dar estabilidad a una circulación monetaria perturbada por las continuas alteraciones. El Banco de Hamburgo fue fundado en el año de 1619 y posteriormente los de Nüremberg, Rotterdam, Estocolmo y Viena.

En Alemania adquieren preponderancia especial y fama comercial los Bancos de los Fugers.

En Inglaterra, se ha pretendido que el primer banco con carácter público, fue la Casa de la Moneda Inglesa con sede en la Torre de Londres. Las necesidades de un Banco del tipo de Amsterdam y la necesidad del gobierno británico de procurarse financiamiento bancario son los factores que determinan el nacimiento, en 1694 del Banco de Inglaterra.

En Francia son notorias las vicisitudes del primer banco constituido por el escocés Juan Law. Surge primero el Banco General que se transformó después en Banco Real y que se transformó después en Banco Real y que en el año de 1720 tuvo que declararse en quiebra, co

mo consecuencia del famoso experimento Law, más tarde fue creada la Casa del Descuento y en el año de 1800 Napoleón, instituye el Banco de Francia.

Las operaciones bancarias han sido clasificadas de diversas maneras por los autores:

Así tenemos que Ehremberg clasifica las operaciones bancarias en los grupos siguientes:

- 1o) Adquisición y enajenación de títulosvalores;
- 2o) Cambio de dinero;
- 3o) Operaciones de admisión y entrega de dinero;
- 4o) Atención de pagos;
- 5o) Operaciones de administración patrimonial.

Gierke las clasifica en los siguientes grupos:

- 1o) Adquisición y enajenación de efectos;
- 2o) Operaciones bancarias de custodia;
- 3o) Adquisición y enajenación de medios de pago;
- 4o) Algunas operaciones de crédito;
- 5o) Pagos.

Greco divide las operaciones bancarias de la siguiente manera:

- 1o) Contratos de custodia:
 - a) Depósitos bancarios;
 - b) Cajas de seguridad.
- 2o) Subrogación de moneda:
 - a) Billetes de banco;
 - b) Cheques;

- c) Otros títulos.
- 3o) Contratos de préstamo:
 - a) Apertura de crédito;
 - b) Descuento;
 - c) Anticipos;
 - d) Crédito inmobiliario;
 - e) Crédito agrario.
- 4o) Delegaciones y pagos de banca:
 - a) Delegaciones bancarias;
 - b) Pagos de banca.

No obstante estas clasificaciones, la clasificación tradicional de las operaciones bancarias aceptadas por la mayoría de los tratadistas es la clasificación clásica que las clasifica en: operaciones activas, operaciones pasivas de crédito y en las operaciones neutras o de mediación.

Esta clasificación tradicional y clásica de las operaciones bancarias, está fundamentada en que originalmente la actividad bancaria se reducía a la intermediación en el crédito. Bajo esta distinción, las operaciones pasivas son aquellas que representan actividades mediante las cuales la banca recibe crédito, obtiene capitales de procedencias diversas para disponer de ellos. Contablemente las operaciones privadas se traducen en asientos del debe o en partidas del pasivo del balance, ya que son deudas de la institución del crédito. El grupo característico y destacado de las operaciones pasivas es aquel que lo constituyen las operaciones de depósito. Las operaciones pasivas desde el punto de vista clásico, representan la base económica de las insti-

tuciones de crédito modernas, las cuales no pueden concebirse sin un amplio capital ajeno de manejo y administración.

Las operaciones activas de la banca son aquellas por medio de las cuales se conceden créditos. Desde el punto de vista contable éstas se reducen en asientos del haber y en partidas del activo del balance, ya que son derechos de crédito a favor del banco. Dentro de esta categoría figuran las diversas formas de crédito que conceden los bancos a sus usuarios.

Las operaciones calificadas de neutras son aquellas que consisten en la administración de negocios ajenos y las que se realizan mediante contratos de prestación de servicios, de comisión, de mandato o de mediación. No dan lugar a asientos en el debe, ni en el haber, ni en el activo o en el pasivo de la institución bancaria, sino que a partidas de resultado que figuran en el balance como comisiones.

El profesor Rodríguez y Rodríguez da una clasificación más completa de las operaciones de crédito o bancarias, las cuales son las siguientes:

1o) Operaciones de intermediación en el crédito.

1- Pasivos:

- a) Depósitos bancarios.
- b) Emisión de obligaciones y de otros títulos.
- c) Redescuentos, aceptaciones, préstamos.
- d) Emisión de billetes de banco.

2- Activas:

- a) Aperturas de créditos simples y en cuenta.
- b) Anticipos y créditos sobre mercancías.

- c) Créditos de firma.
- d) Créditos comerciales.
- e) Créditos especiales.

2o) Operaciones neutrales:

- 1- Transferencias, giros.
- 2- Comisiones. Intervención en la emisión de obligaciones.
- 3- Cobros.
- 4- Cartas de crédito.
- 5- Cajas fuertes.
- 6- Fideicomiso.

En lo que al epígrafe de que trato se refiere, "Las Operaciones Bancarias como Coadyuvantes del Tráfico Bursátil", examinaré exclusivamente a aquellas operaciones bancarias que tienen relación o que fomentan el tráfico bursátil. Hemos clasificado ciertas operaciones bancarias como coadyuvantes del mercado de valores y del tráfico bursátil, en vista de que tal como hemos demostrado y hecho referencia en todos los capítulos y epígrafes que anteceden, una de las funciones primordiales de la Bolsa, es la distribución de capitales y si por lo regular estos capitales son acumulados por la banca, resulta que la bolsa es el complemento de la banca, ya que sin la cooperación de la bolsa y sin la cooperación mutua de la banca, quedaría sustraída la colocación bancaria.

Los bancos indudablemente están interesados en que la bolsa conserve su eficacia, porque la menor veracidad en las cotizaciones le perjudica; porque en el negocio de emisión, es de interés vital para la banca conocer la valoración efectiva de los diferentes grupos de

valores, porque sólo la existencia de un mercado extenso justifica el que los créditos con garantía, tengan el carácter de operaciones propias del mercado monetario, porque a ningún banco puede convenirle colocar una emisión exclusivamente entre sus clientes, pues significaría prolongar una parte de las preocupaciones propias del período de emisión. El crédito encuentra su mayor base en la opinión común existente en la bolsa, por lo que el banquero que se encuentre en la necesidad de realizar las reservas de previsión que tiene, éstas pueden proporcionarle el capital necesario para dicha realización. Entre las operaciones principales bancarias - el crédito con garantía de valores - es absolutamente imprescindible obtener la cotización en bolsa para poder contar con la inmediata enajenación de los títulos.

Conjuntamente con otros tipos de instituciones financieras, los bancos comerciales forman la parte más importante del mercado de inversiones. Las instituciones financieras de diversa índole y los bancos comerciales, puede decirse que son los custodios de la liquidez nacional.

Los activos de los bancos comerciales consisten en tres clases, a saber:

- 1o) Efectivo en caja y en bancos.
- 2o) Activos gananciales, descuentos e inversiones.
- 3o) Activos fijos.

Los activos gananciales se subdividen en tres categorías:

a) Reservas secundarias, o sean préstamos de liquidez extrema como letras de bancos, papeles comerciales, obligaciones de tesorería a corto plazo, notas y certificados.

- b) Cuentas de inversión en obligaciones.
- c) Préstamos comerciales, de consumo y sobre bienes raíces.

Uno de los aspectos más importantes que tiene la banca como coadyuvante del tráfico bursátil y del mercado de valores es lo que es conocido en técnica bursátil como banca de inversión. La banca de inversión es el intermediario entre el emisor de valores y el público inversor. Por conducto de ella se obtienen cantidades amplias de nuevos capitales a largo plazo. Influye sobre los canales hacia los cuales se dirigen los ahorros individuales y dentro de sus funciones está la de aconsejar al emisor, ayudar al financiamiento de las nuevas inversiones y determinar las normas financieras adecuadas para que éstas tengan el éxito deseado. Ante los clientes inversionistas, la banca de inversión es responsable de hacer las investigaciones necesarias sobre el emisor y sobre los valores emitidos al público, seleccionando las emisiones libres y formar el juicio adecuado para las inversiones y para la conservación del mercado, es decir, que debe de estar en disposición de comprar los valores que ha ayudado a vender. En consecuencia, el papel de la banca de inversión, es preponderante en la formación de capitales, al poner a disposición de empresas mercantiles y el público los fondos necesarios para operar y desarrollar las economías nacionales y particulares, obteniendo esos fondos del ahorro de inmuebles inversionistas, ya sea directamente o por medio de las instituciones financieras.

Una de las principales funciones de la banca de inversión es la distribución de nuevas emisiones de valores. La banca auxilia al emisor durante todo el procedimiento en la obtención del nuevo capital,

desde la planificación inicial del financiamiento, hasta la colocación final de los valores entre los inversionistas. Al hacerlo el banco cumple la misma función de un comerciante que adquiere mercancías sobre base de mayores y las vende al menudeo. Pero además de la función antes anotada, de intermediario, en la mayor parte de las transacciones aconseja al emisor sobre la forma y los momentos propicios para la venta de los valores y juega un papel importante en la planeación de inversiones de sus clientes finales, los inversionistas. Al actuar como comerciante se dedica al negocio de distribución de valores, la banca de inversión puede utilizar los depósitos que le han dado sus clientes para adquirir los valores o utilizar créditos bancarios a corto plazo para esa misma finalidad. Este proceso de inversión a través de la banca, es lo que es conocido en el derecho anglonorteamericano como underwriter, el cual no tiene una traducción literal y satisfactoria al castellano.

Creo que es oportuno aclarar que el Banco de Inversión no debe de confundirse con el corredor de bolsa, el cual se preocupa mayormente por ejecutar transacciones en valores que ya están vigentes por cuenta y orden de otras personas. Asimismo debe de distinguirse del corredor que se dedica a la compra y venta de valores por cuenta propia, en contraste con el banco de inversión, el corredor no realiza un papel preponderante y primordial en la emisión real de nuevos valores, aunque pueden verse inmiscuidos en la distribución al menudeo de tales emisiones. Por lo regular, los bancos que operan en la rama de la banca de inversión tienen divisiones de corredores para la colocación de los valores.

La función de la banca de inversión puede resumirse de la siguiente manera:

1o) La función de comprar, ya sea por suscripción o de otra manera, las nuevas emisiones de valores que se ofrecen en reventa.

2o) La función de venta implica la distribución, ya sea al mayoreo por conducto de corredores o al menudeo al público de los valores comprados.

3o) Función de asesoría, la cual consiste en dar consejos profesionales a los emisores y a los inversores en valores con base en informes de sus departamentos de estadística y de investigaciones.

4o) Función de Protección. Protege los intereses de los tenedores de valores mediante la obtención de mercados secundarios ayudando a la reorganización de sociedades.

5o) Funciones de servicios. Ofrecen cantidad de servicios de diversa naturaleza convenientes para el inversionista, tales como el depósito irregular de títulos o sea la administración de los títulos adquiridos para el cobro de los dividendos, intereses, derechos de suscripción, etc., así como el asesoramiento en cuanto a la conveniencia de vender o de comprar nuevos valores.

Las transacciones de la banca de inversión pueden resumirse de la siguiente manera:

1o) Colocación privada de valores en instituciones, actuando el banco de inversión como agente del emisor.

2o) Ofertas al público negociadas por suscripción en las que el banco de inversión obtiene titularidad de la emisión para su reventa por negociaciones directas con el inversor.

3o) Ofertas al público por suscripción cerrada, en la que la emisión se obtiene para reventa al público como resultado del éxito de una competencia de ofertas.

4o) Emisiones directas en las que las firmas venden valores al público como agentes del emisor sin ningún riesgo de suscripción.

5o) Ofertas de suscripción privilegiadas en la que la banca de inversión garantiza la venta exitosa por el emisor a sus propios accionistas.

Como consecuencia de lo anteriormente dicho, podemos resumir que la función bancaria de inversión consiste ya sea en que la banca de inversión asuma los riesgos de la suscripción del capital o que preste el servicio a los entes emisores en la colocación de los mismos, ya sea en los clientes de la banca o fuera de él. En consecuencia, una de las tareas principales de la banca de inversión es la fijación del precio, al cual la emisión deberá de venderse a los inversionistas; para hacerlo debe de orientarse por los precios y rendimientos prevalecientes en el mercado, para las emisiones comparables, ya que precios más bajos privarán al emisor de fondos que de otra manera le hubieran correspondido y precios más altos, podrían resultar en fuertes pérdidas para los suscriptores.

Otra de las operaciones coadyuvantes que realiza la banca con el tráfico bursátil es el depósito irregular de títulos.

El depósito bancario de títulos, es una operación de depósito irregular, la conservación del objeto del depósito, no se lleva a cabo manteniéndolo una cantidad igual a la depositada, sino que un tanto por ciento de lo depositado según lo que la previsión bancaria considera a-

decuado.

Dentro de la categoría de depósitos de títulos, se halla el de
pósito de títulosvalores en cuenta. El depósito bancario de títulos en
cuenta es un depósito bancario irregular de títulosvalores. Por ser depósi
to irregular necesariamente supone que el depositante transmite al banco
al depositario el dominio de los valores depositados para todos los efecu
tos legales, inclusive en lo que se refiere al uso y disposición de los
mismos.

Ahora bien, para que surja el depósito irregular de valores
es independiente, que éstos sean públicos o privados, pero sí es neces
sario que sean sustituibles unos por otros, es decir que prevalezca en
ellos, la igualdad de beneficio económico, por encima de las otras car
acterísticas. El depósito en cuenta, presupone que pueden realizarse
una serie sucesiva de abonos y cargos, en lugar de una aportación ú
nica, como acto de constitución y de una disposición final, como acto de
liquidación,

La característica del depósito bancario de títulosvalores en
cuenta, permite diferenciarlo de cualquier otra clase de operaciones
similares.

En lo esencial difiere de los demás depósitos regulares de tí
tulosvalores, porque en ese se trata de un depósito en el cual se prete
de la transmisión del dominio al banco depositario de los títulos en firm
me, dado que este se constituye por medio de una sola operación de consu
titución y en un solo acto de disposición, en contraposición con el depós
sito en cuenta en el cual se contratan una serie sucesiva de abonos y
cargos que son propios de esta institución. A este respecto el tratadis

ta español Gay de Montellá se expresa en los términos siguientes: "El Contrato de imposición en cuenta de efectos, es en el campo del derecho bancario, un contrato nuevo, dotado de fisonomía propia y de perfiles perfectamente definidos. Sólo le falta, que como contrato nuevo de peculiar regulación, se le dote de normas legales que lo encausen en la vida comercial, a las cuales deben de atenerse cuantos acuden a él para sus negocios".

Este tipo de contrato se desenvuelve regularmente de la siguiente manera:

El cliente entrega al banco un cierto número de valores mobiliarios, contra un documento, en el cual se hace constar que el banco recibe tantos valores de tal empresa, de tal emisión en depósito irregular en cuenta y a devolverlos a requerimiento del imponente, en parte o en su totalidad previo aviso.

Debe de aclararse que no queda anotado en el documento la numeración específica de los títulos entregados.

El banco puede disponer libremente de los títulos, si se obliga a devolver a requerimiento del depositante otros tantos de igual clase o sea de igual emisión y valor.

El banco abona los frutos de los valores dados en cuenta e incluso tratándose de títulos sujetos a amortización, facilita al cliente la numeración de igual clase y cantidad de valores de los de su cartera, antes de tener efecto cada sorteo, aceptándolos únicamente al resultado del mismo, en beneficio de propio cliente.

Asimismo la banca, puede tomar en depósito irregular en administración los títulos de una persona, ejerciendo los derechos que a

La misma le correspondan, ya sea votando por ellas en las sociedades anónimas en que éstas tengan voto o cobrando los intereses en aquellos títulos de renta fija, lo mismo que en los sorteos que se realicen por los mismos, o suscribiendo los derechos que le correspondan en el caso de referirse a acciones.

Dentro de las otras operaciones que realizan los bancos en relación con el tráfico bursátil, está precisamente la de servir de garante a las sociedades que emiten obligaciones, la de la emisión de cédulas hipotecarias, la de la emisión de obligaciones financieras, etc. y de todos aquellos títulos negociables o de servir de garante en todas aquellas emisiones que realicen las empresas.

Tal como he demostrado a través del desarrollo de mi tema, son diversos los actos y las Instituciones que convergen a la formación y materialización de las Operaciones de Bolsa. No obstante que estos actos e Instituciones, considerándolas individualmente, son autónomas unas de otras, es indispensable la íntima relación y concordancia entre todas ellas para la formación de la negociación bursátil. Esta concatenación se obtiene mediante la Reglamentación Bursátil, la cual es dada por el organismo bursátil.- la Bolsa de Valores -, la cual normaliza todas las negociaciones y las actividades de las personas que se realizan en este tipo especial de mercado. Esta reglamentación debe de poseer la flexibilidad necesaria para que pueda amoldarse, según las circunstancias lo exijan, a las necesidades del Mercado de Valores.

Como ejemplo de este tipo de Reglamentación, se transcriben en el Capítulo siguiente, los Reglamentos de las Bolsas de Bogotá, México y de la Bolsa de El Salvador.

CAPITULO QUINTO

Reglamentaciones de Bolsas Extranjeras.- La Bolsa de Valores
de El Salvador.

REGLAMENTACIONES DE BOLSAS EXTRANJERAS .

BOLSA DE BOGOTA, S. A.

REGLAMENTOS

Capítulo I

OBJETO

Artículo lo.- La Bolsa de Bogotá tiene, principalmente los siguientes fines:

a) Ofrecer a sus Miembros un punto de reunión para tratar toda clase de negocios bursátiles y en especial, previa su respectiva inscripción, la compra y venta de los siguientes valores:

I.- Bonos y otras obligaciones emitidas por entidades de derecho público y establecimientos oficiales o semioficiales;

II.- Bonos emitidos por sociedades comerciales legalmente constituidas;

III.- Acciones emitidas por sociedades comerciales legalmente constituidas;

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

V.- Pagaré y letras de cambio garantizados por establecimientos bancarios;

VI.- Metales amonedados o en barras y divisas extranjeras en cuanto lo permitan las disposiciones legales;

VII. - Los demás valores de la misma naturaleza de los expresados, previa autorización del Consejo Directivo de la Bolsa de Bogotá.

b) 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;

c) Establecer la cotización efectiva de los valores inscritos;

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

e) 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;

f) 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 firma del Presidente o por quien haya sido autorizado por el Consejo Directivo, 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;

g) Estimular el mercado de valores por medio del descuento de operaciones, anticipos sobre consignaciones para la venta, responsabilidad en descuentos de operaciones a plazo hechos por los bancos, préstamos sobre valores u otras garantías reales, y demás operaciones propias del mercado de Bolsa. La Bolsa fijará libremente y de acuerdo con sus propias finalidades, las normas que hayan de emplearse para la segura y eficaz organización de cada una de estas formas de crédito, siempre que tales normas o resoluciones no afecten los derechos de que gozan los miembros, de conformidad con el reglamento.

h) Dar al público certificados sobre cotizaciones de los valores inscritos, mediante el pago de los derechos que fije el Consejo Directivo;

i) Ofrecer a sus miembros y al público las informaciones que posea y que no sean de carácter reservado sobre las entidades cuyos valores estén inscritos en la Bolsa.

Capítulo II

REQUISITOS PARA LA INSCRIPCION DE VALORES

Artículo 2o. - Corresponde al Consejo Directivo 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 y establecimientos oficiales o semioficiales:

I. - Solicitar la inscripción al Consejo Directivo. Esta solicitud debe hacerla el representante legal de la entidad emisora;

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

III. - Presentar copia de los bonos, contratos y prospectos mediante los cuales se haya hecho la emisión y su colocación en el mercado, y un estudio demostrativo de los servicios de intereses y amortización cuando ellos hubieren comenzado, obligándose a informar anualmente a la Bolsa las modificaciones que dicho estado haya sufrido.

b) Para la inscripción de bonos y otras obligaciones emitidas por gobiernos extranjeros, títulos de participación, pagarés y letras de cambio garantizados por establecimientos bancarios, metales amonedados o en barras y divisas extranjeras y los demás valores de la misma naturaleza de los expresados, cuya negociación en Bolsa haya sido autori-

zada. El Consejo Directivo fijará en cada caso los requisitos que se deban cumplir.

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

Solicitar la inscripción al Consejo Directivo. Esta solicitud deberá hacerla el representante legal de la sociedad emisora acompañando los siguientes documentos:

I. - Dos ejemplares del contrato social con sus modificaciones posteriores;

II. - Copia de los balances de los dos últimos ejercicios debidamente firmados por el Gerente, el Contador y el Revisor Fiscal;

III. - Copia autenticada de la Resolución de la respectiva Superintendencia por medio de la cual se autorizó el funcionamiento de la entidad emisora;

IV. - Copia del prospecto de emisión y cuando fuere el caso copia de la respectiva providencia que lo autoriza;

V. - Copia autenticada del contrato de fideicomiso;

VI. - Ejemplares de los bonos y un estado demostrativo de los servicios de intereses y amortización cuando ellos hubieren comenzado.

d) Para la inscripción de acciones de sociedades comerciales legalmente constituídas o de establecimientos de crédito debidamente autorizados:

I. - Solicitar la inscripción al Consejo Directivo. Esta solicitud deberá hacerla el representante legal de la Sociedad.

II. - Acompañar dos ejemplares del contrato social con sus modificaciones posteriores;

III. - Presentar copias de los balances de los dos últimos ejercicios debidamente firmados por el Gerente, el Contador y el Revisor Fiscal;

IV. - Presentar copia autenticada de la resolución de la respectiva Superintendencia por medio de la cual se autorizó el funcionamiento de la entidad emisora;

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

VI. - Informar los nombres de los miembros principales y suplentes de la Junta Directiva, lo mismo que los del Gerente, Secretario, Contador y Revisor Fiscal o quien haga sus veces y acreditando la calidad de contador público de este último.

VII. - Suministrar un ejemplar del título de acciones.

Artículo 3o. - No podrán ser inscritas en la Bolsa acciones de sociedades anónimas cuyo capital pagado sea inferior a \$ 500.000,00 o que a juicio del Consejo Directivo no den las suficientes seguridades financieras.

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

Artículo 5o. - El Consejo Directivo no estará obligado 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 aquella, 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. - El Consejo Directivo podrá cancelar en cualquier tiempo la inscripción de los valores emitidos por sociedades que no funcio-

nen de acuerdo con la ley o con sus estatutos o que no ofrezcan las de bidas garantías de seguridad. Igualmente podrá el Consejo Directivo cancelar la inscripción de aquellos valores cuyas entidades emisoras no atiendan con puntualidad los servicios de intereses y amortización.

Parágrafo.- En casos urgentes el Presidente de la Bolsa podrá suspender la inscripción de valores dando cuenta de ello al Consejo Directivo en su próxima sesión para que éste resuelva en definitiva.

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

a) Una cuota de admisión de mil pesos (\$ 1.000.00).

b) Cuotas anuales, a partir del año siguiente al de aquel en que se haga la inscripción, equivalente a medio por diez mil ($\frac{1}{2}$ por \$10.000.00) de su capital pagado, no pudiendo este pago anual ser menor, de doscientos pesos (200.00) ni mayor de mil doscientos pesos (\$1.200.00). El pago de la cuota anual deberá hacerse en los primeros meses de cada año.

Parágrafo.- Las cédulas y bonos industriales pagarán por una sola vez, el medio por mil ($\frac{1}{2}$ por 1.000) del valor de la emisión, no pudiendo este pago ser menor de mil pesos (\$ 1.000.00) ni mayor de diez mil pesos (\$ 10.000.00) por cada emisión.

La Junta Directiva se reserva la facultad de modificar en cualquier tiempo estos derechos de inscripción, previa autorización de la Superintendencia Bancaria.

Artículo 9o.- Los bonos y obligaciones de los gobiernos nacional, de partamental o municipal no pagarán derecho de inscripción, y en casos especiales la inscripción de ellos podrá ser autorizada por el Consejo Directivo sin necesidad de llenar los requisitos detallados en el artículo 2o.

Capítulo III

ADMINISTRACION Y DIRECCION

Artículo 10. - Conforme a sus Estatutos, la Bolsa de Bogotá será administrada y dirigida por la Asamblea General de Accionistas, el Consejo Directivo, el Presidente, el Vicepresidente o Vicepresidentes, 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 11. - Además de las atribuciones señaladas en el Capítulo VI de los Estatutos de la Bolsa de Bogotá, 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 al Presidente de la Bolsa un informe sobre el resultado de su examen.

Capítulo IV

CAMARA DE LA BOLSA

Artículo 12. - La Cámara de la Bolsa estará constituida así: por el Presidente de la Institución, quien será su Presidente y tendrá como suplente al Vicepresidente o a quien designe el Consejo Directivo, y por cuatro vocales elegidos con sus respectivos suplentes, en la forma siguiente: uno por la Superintendencia Bancaria y los otros tres por el Consejo Directivo, elegidos de entre los cinco candidatos indicados en una reunión de Miembros de la Bolsa convocada por el Presidente para tal efecto. La Cámara nombra un Secretario.

Artículo 13. - El período de los vocales de la Cámara será de dos años y la elección tendrá lugar en el mes de marzo, pero si no se e-

fectuare en tal época, continuarán en ejercicio de sus funciones mientras no se haga nueva elección.

Parágrafo.- En caso de que alguno de los vocales elegidos por el Consejo Directivo perdiere el carácter de Miembro activo de la Bolsa o fuere suspendido o retirado por cualquiera de las causas previstas en este reglamento, cesará inmediatamente en el ejercicio de sus funciones y será reemplazado en el resto del período por el suplente respectivo.

Artículo 14.- La remuneración de los vocales de la Cámara será fijada por el Consejo Directivo.

Artículo 15.- La Cámara de la Bolsa se reunirá cuando lo determinen la misma Cámara, el Presidente, el Auditor o dos de los vocales.

Artículo 16.- El Auditor de la Bolsa podrá concurrir a las sesiones de la Cámara, con voz, pero sin voto.

Artículo 17.- 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 del Consejo Directivo o del Presidente;
- c) Llevar un libro de actas en el cual se harán constar sus deliberaciones, actas que serán firmadas por el Presidente de la Cámara y por el Secretario;
- d) Adoptar, con la aprobación del Consejo Directivo, las disposiciones que juzgue necesarias o convenientes con relación al régimen y vigilancia del mercado de valores, y todas aquellas que se relacionen con las actividades de los Miembros de la Bolsa;
- e) Determinar, de acuerdo con el Consejo Directivo, las horas en que deban celebrarse las reuniones de los Miembros llamadas "ruedas"; reglamentar de acuerdo con la Superintendencia Bancaria las distintas

clases de operaciones que puedan celebrarse, bien sea al contado o a plazo; determinar conforme a la reglamentación que para el efecto ex pida la misma Superintendencia la cuantía de las garantías que deben constituir los Miembros para asegurar su cumplimiento, e intervenir, en general, en todo aquello que tienda a moralizar el negocio de valores y darle seguridad, sea entre los miembros corredores o en las re laciones 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 relacio nados estrictamente con el negocio de valores;

g) Estudiar y proponer al Consejo Directivo lo que juzgue necesario en relación con la reforma o interpretación del reglamento;

h) Nombrar con la aprobación del Consejo Directivo, el personal de las comisiones que crea conveniente establecer para mayor orden y con trol de la Institución;

i) Servir de árbitro en las cuestiones o diferencias que surjan entre los Miembros o entre éstos y la Presidencia de la Bolsa;

j) Imponer y hacer efectivas las sanciones en que hubieren incurrido los Miembros de la Bolsa sin más excepciones que las que expresa mente determine el reglamento.

Artículo 18. - Las resoluciones de la Cámara serán adoptadas por mayoría absoluta de votos de los vocales presentes en la sesión, salvo los casos en que el reglamento establezca otra cosa. Constituye quórum la concurrencia de por lo menos, tres de sus miembros.

Artículo 19. - De las resoluciones de la Cámara podrán reclamarse por escrito ante el Consejo Directivo, entidad a la cual corresponde re solver en definitiva todos los negocios o diferencias entre la Bolsa y sus Miembros, excepto en aquellos casos expresamente determinados en el reglamento y para definir los cuales se requiere además la quies

cencia de la Cámara de la Bolsa, de la Superintendencia Bancaria o de ambas.

Capítulo V

PRESIDENTE DE LA BOLSA

Artículo 20.- El Presidente de la Bolsa, quien de acuerdo con los Estatutos será nombrado por el Consejo Directivo para el período que éste determine, podrá ser removido en cualquier tiempo por causa justificada, particularmente cuando permita que una garantía disminuya hasta menos del límite requerido.

Artículo 21.- Además de lo establecido en los Estatutos, corresponden al Presidente de la Bolsa:

- a) Presidir las sesiones de la Cámara de la Bolsa y de las ruedas;
- b) Hacer cumplir fielmente el reglamento y las disposiciones que dicten el Consejo Directivo 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 convocarla si la gravedad o urgencia del caso lo exigiere;
- d) Dictar las resoluciones que dentro de la justicia crea convenientes para defender la moralidad, el buen nombre y las conveniencias de la Bolsa y de sus Miembros. De tales resoluciones puede reclamarse por escrito ante la Cámara de la Bolsa, o ante el Consejo Directivo, 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 operaciones que celebren y de que den fiel y oportuno cumplimiento a ellas;

f) Anular las operaciones cuyos precios se aparten visiblemente de las cotizaciones del mercado y averiguar los motivos a que esas operaciones hayan obedecido, para aplicar las sanciones a que hubiere lugar.

g) Vigilar el orden interno del establecimiento, para lo cual estarán a sus órdenes inmediatas todos los empleados;

h) Hacer salir del recinto destinado al público a las personas que falten al orden o que no guarden la debida compostura, pudiendo prohibirles la entrada por el tiempo que estime conveniente. Del mismo modo el Presidente podrá prohibir la entrada de aquellas personas cuya asistencia a la barra considere inconveniente;

i) Ejercer las demás facultades que le confieran este reglamento, el Consejo Directivo o la Cámara de la Bolsa.

Capítulo VI

LOS PUESTOS DE LA BOLSA

Artículo 22.- Los puestos de la Bolsa son cuarenta (40) y no podrán aumentarse sino con el concepto favorable de la mayoría de los dueños de puestos y con la aprobación del Consejo Directivo y de la Cámara de la Bolsa.

Artículo 23.- El producto neto de la venta de nuevos puestos ingresará al Fondo de Valorización de Puestos.

Artículo 24.- 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 25.- 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 26, - Los derechos a 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 e 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.

Artículo 27, - El Consejo Directivo fijará la cuota que deben de pagar los puestos inactivos.

Capítulo VII

MIEMBROS DE LA BOLSA

Artículo 28, - Para ser Miembro de la Bolsa de Bogotá se requiere:

- a) Ser varón y propietario de un puesto y poseer, por lo menos, 1.500 acciones de la Bolsa de Bogotá, 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 el Consejo Directivo;
- e) No haber sido expulsado de otra entidad análoga nacional o extranjera.

Artículo 29, - Además podrán ser aceptados como Miembros de la Bolsa, las sociedades colectivas o de responsabilidad limitada debidamente constituidas con dicho objeto, a juicio del Consejo Directivo.

Artículo 30, - Por lo menos el noventa por ciento (90%) de los Miembros de la Bolsa y de los socios de las sociedades Miembros de la Bolsa, deberá ser integrado por colombianos de nacimiento.

Artículo 31. - 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 al Consejo Directivo 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 aceptado, 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 al Consejo Directivo 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 dictadas por las autoridades de la Bolsa;

b) A la solicitud se acompañará el balance y copia de la escritura social, la cual deberá estar de acuerdo con las normas fijadas por el Consejo Directivo, sin cuya previa autorización no podrá ser modificada. Esta disposición se hará constar en una cláusula de la escritura social.

Artículo 32. - 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 y en el boletín, para que aquéllos expongan libremente al Presidente las razones que puedan tener para oponerse a la admisión del aspirante. El Presidente oirá tales razones y las transmitirá al Consejo Direc

Transcurrido el término de ocho (8) días hábiles, el Consejo Directivo 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 del Consejo. Dentro de las cuarenta y ocho (48) horas de haberse notificado la respectiva decisión podrá pedir reconsideración. Reunido nuevamente el Consejo Directivo decidirá si accede o no a la reconsideración, siendo necesarios para concederla, la unanimidad de los votos de los consejeros presentes. Acordada la reconsideración se ampliarán los informes, y si fueren favorables, el Consejo 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 33.- 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.

Parágrafo I: 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.

Parágrafo II: Con el fin de que el aspirante adquiriera los conocimientos necesarios sobre el régimen general de la Bolsa, el Consejo Directivo autorizará al aspirante o aspirantes para asistir a las ruedas en calidad de observadores, por un período no menor de quince, ni mayor de treinta días.

Parágrafo III: El examen oral se presentará ante dos vocales de la Cámara.

Artículo 34.- Una vez admitida una sociedad como Miembro de la Bolsa, comunicará al Consejo Directivo los nombres de los socios gestores o de sus apoderados legales autorizados por éste para actuar y negociar en la rueda.

Artículo 35.- No podrán inscribirse para actuar en las ruedas de la Bolsa más de tres personas por puesto. La Cámara de la Bolsa podrá modificar esta disposición si las circunstancias generales así lo aconsejan.

Artículo 36.- 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 Miembro de la Bolsa ante el Presidente, 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 el Consejo Directivo y por las autoridades de la Bolsa.

Artículo 37.- Cuando un miembro de la Bolsa dejare de serlo por su propia voluntad, y por estar a paz y salvo 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 del Consejo Directivo, quien podrá disponer que el interesado se someta nuevamente a todas las tramitaciones reglamentarias como si no 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 del Consejo y aceptada ésta, deberá depositar las garantías reglamentarias inmediatamente.

Capítulo VIII

DERECHOS DE LOS MIEMBROS

Artículo 38. - 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 elegido vocales en las diferentes corporaciones y 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 Presidente, a la Cámara de la Bolsa o al Consejo Directivo;
- e) Solicitar de las autoridades de la Institución informes o datos sobre asuntos relacionados con el objeto de la misma;
- f) Ejercer las demás atribuciones que les confiera el reglamento.

Capítulo IX

OBLIGACIONES DE LOS MIEMBROS

Artículo 39. - 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 el Consejo Directivo, 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 el Consejo Directivo, 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 Presidente sobre cualquier caso de contravención de que tengan conocimiento. El Presidente 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. - Cerciorarse 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 negociados, precio, plazo, nombre del cliente o comitente y número de comprobante de transacción.

El Consejo Directivo 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. - Cuando celebren operaciones a plazo deberán presentar a la Bolsa las correspondientes órdenes escritas de los respectivos comitentes. La constitución de las garantías especiales por el comprador o el vendedor que el reglamento exige para estas operaciones puede estimarse como una orden para ejecutarlas.

Capítulo X

INCOMPATIBILIDAD Y PROHIBICIONES PARA LOS MIEMBROS DE LA BOLSA

Artículo 40. - Los Miembros de la Bolsa no podrán ser gerente, presidentes, directores, representantes legales, administradores o revisores fiscales de sociedades cuyas acciones u obligaciones estén inscritas en Bolsa. La incompatibilidad se extiende a los socios gestores de las sociedades miembros de la Bolsa. No obstante lo dispuesto anteriormente los Miembros de la Bolsa podrán ser directores de la misma.

El miembro de la Bolsa o las sociedades miembros de la Bolsa cuyos socios, gestores infrinjan esta norma, perderán el carácter de miembros.

bros, pérdida que será declarada por el Superintendente Bancario, quien podrá además, imponer al responsable una multa a favor del Tesoro Nacional por valor de un mil pesos (\$ 1.000.00) a cinco mil pesos (\$ 5.000.00).

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 de aquéllos que éste le haya comisionado para comprar, salvo autorización expresa del comitente, que debe acreditarse ante el Presidente de la Bolsa.

La contravención a lo dispuesto en este artículo dará lugar a la pérdida del carácter de miembro de la Bolsa, pérdida que será declarado por el Superintendente Bancario, quien podrá además, imponer al responsable una multa a favor del Tesoro Nacional por valor de un mil pesos (\$ 1.000.00) a cinco mil pesos (\$ 5.000.00), según la cuantía de la operación.

Artículo 42. - Bajo las sanciones previstas en el artículo 83, en armonía con los artículos 92, 95, 100 y 101 del Código de Comercio, está prohibido a los miembros de la Bolsa negociar por cuenta propia, por sí o por interpuesta 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 deseara adquirir o enajenar valores de los mencionados, deberá comunicar la operación al Presidente de la Bolsa, y éste a su vez estará obligado a informar quincenalmente al Superintendente Bancario de las operaciones que hayan realizado para sí los Miembros.

Capítulo XI

SANCIONES A LOS MIEMBROS DE LA BOLSA

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

a) Dejar de tener uno cualquiera de los requisitos exigidos en el ar-

título 28 para ser admitido como Miembro de la Bolsa;

b) No cumplir una operación o contrato celebrado en Bolsa dentro de las veinticuatro (24) horas siguientes a la suspensión decretada por este motivo;

c) Dar motivo a un 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 los artículos 40 y 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 del Consejo Directivo;

g) Por haber registrado una operación ficticia, falsa o puramente nominal;

h) Ingresar a cualquiera otra Institución análoga, sin autorización del Consejo Directivo.

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 pago oportuno de cualquier suma o cuota que adeuden a la Institución, sin que medie arreglo especial con la Presidencia;

c) El incumplimiento de las obligaciones impuestas por la ley, los estatutos y los reglamentos;

d) No tener al día la contabilidad relacionada con el negocio de 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 o protesta que, especialmente por falta de provisión 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 cualquiera 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 les apliquen las autoridades de la Bolsa;

j) Reformar la escritura social sin autorización del Consejo Directivo;

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 entregaren el día del vencimiento de una operación y dentro de las horas reglamentarias, los valores negociados o 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 aquéllas 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 Presidente podrá también imponerlas pero de ello dará cuenta inmediatamente a la Cámara la cual examinará el mérito de la infracción y resolverá

Artículo 49. - De cualquiera resolución que se dicte con apoyo en el artículo anterior, el interesado podrá reclamar por escrito ante el Consejo Directivo, 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 a paz y salvo 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 re tiro sin haber informado oportunamente a las autoridades de la Bolsa.

Capítulo XII

APODERADOS Y EMPLEADOS DE LOS MIEMBROS

Artículo 55. - El Consejo Directivo se reserva la facultad de autorizar, cuando lo 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 artí culo 35. 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. El Consejo Directivo 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. El Consejo Directivo exigirá que el a poderado 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 a sus apoderados sólo se considerarán cancelados cuando se deposite en la Presidencia 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 suspendidos 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 Presidencia la que los inscribirá en un registro especial. Cuando el Miembro prescinda de los servicios de un empleado ya matriculado, dará aviso inmediato a la Presidencia 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 solidariamente por las operaciones en que intervenga el autorizado. La autorización deberá darse por medio de comunicación escrita dirigida a la Presidencia.

Capítulo XIII

OPERACIONES EN GENERAL

Artículo 63. - Se denominan "ruedas" las reuniones en que los Miembros presididos por el Presidente de la Bolsa o por quien haga sus veces,

efectúe sus operaciones comerciales, pregonando sus ofertas y demandas. Las horas oficiales de rueda serán las que determine la Cámara de la Bolsa, pero podrán ser modificadas eventualmente por la Presidencia de acuerdo con la mayoría de los Miembros.

Artículo 64. - Las transacciones que se realicen en el recinto de la rueda, o fuera de ella, serán registradas con sus precios respectivos y publicadas 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 de la Superintendencia Bancaria.

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.

Parágrafo I. - 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 dio 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 Presidencia y por lo menos dos miembros de la Cámara consideren suficiente para determinar cotización o por un cómputo aproximado entre los precios de la oferta y de la demanda, pudiendo tener en cuenta la tendencia del mercado.

Artículo 70. - Las ofertas y demandas de acciones y derechos para efecto de fijar precio deberán hacerse en lotes de cien unidades. Cuando un Miembro ofrezca o demande mayor cantidad de unidades se entenderá que está obligado a efectuar la operación por cien o múltiplos de cien hasta la cantidad ofrecida o demandada.

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 Presidente 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 el Consejo Directivo 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 Presidente. El Presidente no podrá autorizar la anulación de una operación cuando ésta haya sido publicada en el boletín.

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

Artículo 74. - Las operaciones deberán sujetarse a las siguientes 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 convengan.

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 alto voz apreciaciones tendientes a calificar el pro o el contra de los valores que se ofrezca comprar o vender en la Bolsa.

Capítulo XIV

OPERACIONES Y SU LIQUIDACION

Artículo 76. - Las operaciones se celebrarán 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 (5) días hábiles de despacho de la Bolsa después de celebradas, a iniciativa del vendedor. Este tan pronto como quiera entregar el objeto de la venta, lo hará saber a la Bolsa para que ella a su vez lo comuniqué al comprador, quien estará obligado a hacer el pago al día siguiente del aviso de la Bolsa en las horas reglamentarias. Si el vendedor no diere el aviso, la operación se liquidará el último día del término respectivo. El Presidente queda autorizado para reducir el plazo de cinco días cuando las condiciones generales así lo aconsejen.

d) "PARA FUERA". Que deben liquidarse dentro del término máximo de cinco (5) días hábiles de despacho de la Bolsa después de celebrada a iniciativa del comprador. Este, tan pronto como quiera que se liquide la operación, lo hará saber a la Bolsa, para que ella a su vez lo comuniqué al vendedor quien estará obligado a entregar los valores al día siguiente del aviso de la Bolsa en las horas reglamentarias. Si el comprador no diere el aviso, la operación se liquidará el último día del término respectivo.

e) "DE OTRA PLAZA". Que deben liquidarse dentro del término máximo de cinco días hábiles de despacho de la Bolsa, contados después de celebradas con las mismas condiciones prescritas para las operaciones "De Fuera".

f) "PARA OTRA PLAZA". Que deben liquidarse dentro del término máximo de dos (2) días hábiles de despacho de la Bolsa después de celebradas.

Parágrafo I. - En las operaciones de que tratan los ordinales c), d), e) y f), el término se contará a partir del día siguiente hábil de Bolsa a aquel en que se efectúe la operación.

Parágrafo II. - Se denominan operaciones de otra plaza o para otra plaza

za aquella que los Miembros celebren con comisionistas de otra locali
dad. En este caso se cobrará la comisión que corresponda al cliente
local y no se cobrará la comisión que debería pagar el comisionista de
la otra plaza. Sólo se considerará como comisionista de otra plaza a
las personas afiliadas a una Bolsa de Valores o a las que se hayan re-
gistrado como corredores o agentes de cambio en la Superintendencia
Bancaria.

Parágrafo III. - Cuando un Miembro celebre operaciones con comisio
nistas de otras plazas para otro Miembro de la Bolsa, la transacción se
firmará por los dos Miembros que intervengan en la operación indican-
do en cada caso cuál es el que opera por cuenta de la otra plaza para e
fectos de la liquidación de la respectiva comisión y de la iniciativa para
pedir la liquidación.

Parágrafo IV. - En ningún caso podrá efectuarse una operación de o-
tra o para otra plaza sin que se cause por lo menos una comisión.

g) " A TANTOS DIAS", que se liquidan el día fijado para su vencimien
to 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 inter-
medio de la Bolsa. El vendedor deberá entregar el valor objeto del ne
gocio al día siguiente hábil de recibido el aviso, en las horas reglamen-
tarias. Y el comprador pagará su precio en las horas reglamentarias.
Si el comprador no diere tal aviso, la operación deberá liquidarse al ven
cimiento del plazo estipulado.

i) "A TANTOS DIAS A VOLUNTAD DEL VENDEDOR", que puede liqui-
darse antes del plazo máximo fijado para las operaciones a plazo, cuan-

do 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 del plazo estipulado.

j) "PARA DETERMINADO PERIODO", que se liquidan dentro del período convenido, al día siguiente de aquel en que el vendedor dé el aviso correspondiente por intermedio de la Bolsa y ésta se lo trasmite 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.

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 pudiere 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 títulos correspondientes, con endoso en blanco.

Artículo 78.- Los pagos que hagan los Miembros de la Bolsa, deberán efectuarse en dinero efectivo o en cheques girados por ellos, o por establecimientos 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.

Artículo 79. - El Presidente podrá exigir que un pago o pagos que haga un Miembro de la Bolsa sean efectuados en cheque visado o certificado por un Banco, especialmente cuando, a su juicio, la cuantía del pago o las circunstancias hagan aconsejable aquella seguridad.

Artículo 80. - La Bolsa entregará a los miembros interesados el comprobante 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.

Artículo 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.

Parágrafo I. - Si durante el tiempo que transcurre entre el momento en que fue registrada una operación a plazo y el de la liquidación de ésta, la compañía cuyas acciones se negociaron repartiere nuevas acciones que representen fraccionamiento de éstas, pertenecerán en su totalidad al comprador, junto con la acción o acciones objeto de la transacción, lo mismo que el derecho a suscripción de nuevas acciones. Si ese derecho de suscripción caducara dentro del plazo, el comprador para no perder ese derecho deberá suministrar al vendedor los fondos necesarios para efectuar la suscripción, así como el valor de los gastos que se ocasionen para el traspaso de las acciones al comprador,

si no hiciere, el vendedor no tendrá para con el comprador ninguna responsabilidad por la pérdida de los derechos.

En las operaciones a plazo los dividendos tanto ordinarios como extraordinarios en dinero o en acciones liberadas corresponderán al vendedor, cuando el comprador no solicite la liquidación de la operación por lo menos para el día en que tal o tales dividendos se causen. En el caso de que tales dividendos se causen y se paguen el mismo día, el comprador debe solicitar la liquidación de la operación para el día anterior.

Cuando los dividendos ordinarios y extraordinarios sean decretados para los accionistas inscritos en la misma fecha de esa decisión, el comprador para tener derecho a dichos dividendos, dispondrá de un plazo de veinticuatro (24) horas hábiles contadas desde el día siguiente a la fecha en que hayan sido decretados, para solicitar la liquidación de la operación. Los dividendos ordinarios o extraordinarios no podrán ser estipulados en el comprobante de transacción.

Parágrafo II. - En las operaciones de contado, de fuera, para fuera, de otra plaza y para otra plaza, los dividendos ordinarios y extraordinarios son del comprador cuando la operación se celebre antes o el día en que se causen.

Parágrafo III. - Los cupones de los bonos y cédulas se computarán hasta el día en que se liquide la operación y los intereses corridos deberán pagarlos el comprador.

Artículo 82. - 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, aquéllos 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 83. - El hecho de la entrega del valor vendido no libra al miembro vendedor de responsabilidad, en caso de que el título entregado esté pignorado o adolezca de 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 84. - Cuando el vendedor, al tiempo de liquidar la operación 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.

Parágrafo I. - Liquidada una operación el comprador deberá dar a la Bolsa el nombre del beneficiario a quien deba expedirse el nuevo título o títulos y si no lo hiciere, se ordenará su expedición a nombre del miembro comprador.

Capítulo XV

COTIZACIONES

Artículo 85. - Las cotizaciones de los diferentes efectos negociables se darán así:

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

b) De bonos, pagarés u obligaciones emitidas por los gobiernos na-

cional, departamental o municipal, o por entidades nacionales o extranjeras, a tanto por ciento de su valor nominal;

c) De acciones emitidas por sociedades anónimas nacionales o extranjeras, a tantos pesos y centavos por cada acción;

d) De cédulas hipotecarias emitidas por los bancos hipotecarios, a tanto por ciento de su valor nominal;

e) 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 pesos y centavos por cada derecho.

Capítulo XVI

ENTREGA Y PAGO DE VALORES

Artículo 86. - a) En las operaciones "HO", la entrega de valores y el pago del precio deberá hacerse en la Caja de la Bolsa el mismo día en que se efectúen, dentro de las horas señaladas para ello;

b) En las operaciones "CONTADO" al día siguiente hábil después de realizada la operación, dentro de las horas señaladas para la entrega y pago de valores.

c) En las operaciones de Fuera o Para Fuera el Miembro vendedor deberá entregar a la Bolsa al día siguiente del aviso de que trata este reglamento o a su vencimiento, los valores negociados y el comprador hará el pago correspondiente dentro de las horas reglamentarias de caja.

d) En las operaciones para Otra Plaza y de Otra Plaza tanto la entrega como el pago se hará a la Bolsa en la misma forma que se prescribe en el ordinal c).

e) 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 reglamentarias de caja, salvo que se hubiere estipulado una opción de la cual se hiciera uso para liquidar las antes de su vencimiento.

Artículo 87. - Siempre que en este reglamento se trate de aviso que la Bolsa deba dar a sus Miembros, se entenderá que tal aviso queda dado por medio de una simple nota escrita remitida a la oficina del interesado, o por medio de una llamada telefónica a su oficina. La excusa de ausencia no exime del cumplimiento de sus obligaciones a los notificados.

Artículo 88. - 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 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 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 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 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 el Consejo Directivo.

Capítulo XVII

GARANTIAS

Artículo 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 un puesto;
- b) Mil quinientas (1.500) acciones de la Bolsa de Bogotá, S. A.

Artículo 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.

Artículo 91. - Los valores de que trata el artículo 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 de valores, fianzas, descuentos, anticipos sobre

consignaciones para la venta u otras operaciones análogas celebradas con la Bolsa o con intervención de ella.

Parágrafo. - 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 92. - Las operaciones a plazo requieren garantías especiales cuya cuantía, proporcional a la de la transacción misma, determinará el Consejo Directivo y podrá ser modificada por la Presidencia, 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.

Parágrafo. - 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 95, o anular la respectiva operación cuando el miembro que constituyó las garantías así lo solicitare previa aprobación del Presidente de la Bolsa.

Artículo 93. - Las garantías bancarias que se constituyan para respaldar las operaciones de un Miembro de la Bolsa podrán ser aceptadas como garantías especiales suficientes.

Artículo 94. - La Cámara de la Bolsa, el Presidente o la Superintendencia Bancaria, 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 cum-

plieren tal exigencia, la operación se tendrá por vencida y la Presi
dencia podrá liquidarla o anularla a opción del miembro cumplido.
En el primer caso cobrará el Miembro a quien corresponda el va-
lor de la diferencia que resulte de la liquidación. Si el Miembro
no la pagare dentro de 24 horas, para atender a tal pago se aplicar
án las garantías constituídas especialmente para la transacción li
quidada, y si ellas no fueren suficientes, las generales del Miembro.
Para disponer de las garantías se adoptará el procedimiento prescri
to en el artículo 88 de este reglamento.

Parágrafo.- La liquidación de que trata este artículo podrá hacer
la 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 aun cuando después de hecha tal
liquidación, nuevos cambios del mercado modifiquen el precio del pa
pel, objeto de la liquidación.

Artículo 95.- Todas las garantías que deben constituir los Miem-
bros de la Bolsa para respaldar el cumplimiento de sus obligaciones,
cualesquiera que ellas fueren, deberán ser entregadas en forma tal,
a juicio de la Bolsa, que ésta llegado el caso, pueda 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 constituya la garantía.

Artículo 96.- 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 97.- Se presume que toda persona que comisiona a un
Miembro de la Bolsa para la compra o para la venta de valores, co

noce 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 98.- Las garantías que constituyan los Miembros de la Bolsa conforme al reglamento tienen por principal objeto asegurar el cumplimiento de sus compromisos para con la Institución 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 las responsabilidades 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.

Capítulo XVIII

TARIFAS Y COMISIONES

Artículo 99.- Los Miembros de la Bolsa deberán cobrar a sus respectivos clientes compradore o vendedores una comisión sobre todas

las operaciones que por cuenta de ellos verifiquen conforme a la tarifa que señale el Consejo Directivo, tarifa que debe tener la aprobación de la Cámara de la Bolsa y de la Superintendencia Bancaria.

Artículo 100. - 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 hagan 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.

Capítulo XIX

FONDO DE GARANTIA SOLIDARIA DE MIEMBROS

Artículo 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 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.

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 a paz y salvo con la Institución y con los otros Miembros, el liquidador pasará al saldo al Fondo de Valorización de Puestos.

Artículo 102. - La cuota que de acuerdo con los Estatutos corresponda 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 el Consejo Directivo.

Capítulo XX

PUBLICACIONES DE LA BOLSA

Artículo 103. - La Bolsa publicará diariamente un Boletín en el cual figurarán las operaciones celebradas y los precios de las ofertas de compra y de 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, citaciones a asambleas, 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.

Capítulo XXI

DISPOSICIONES VARIAS

Artículo 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 aquéllos en los negocios que les hubieren confiado, o por cualquiera otra causa relacionada con sus actividades.

des 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 o de 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 condiciones estipuladas. En caso de incumplimiento de un cliente, el Presidente 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 aun 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, 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 la renuencia o la negativa de su cliente.

Artículo 105.- Cuando el Consejo Directivo así lo determine, podrá la Bolsa incluir entre los servicios que presta a sus miembros, el de traspaso de acciones aun 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 negociabilidad de los títulos cuyo traspaso se pide, y se prestará por cuenta y riesgo del solicitante.

Artículo 106.- Toda duda que ocurra en la interpretación y aplicación de este reglamento, será resuelta por la Cámara de la Bolsa y por el Consejo Directivo.

Artículo 107. - El presente reglamento regirá desde el primero de diciembre de 1961 y las reformas que se le introduzcan requieren la aprobación del Consejo Directivo, de la Cámara de la Bolsa y de la Superintendencia Bancaria.

Aprobado por la Cámara de la Bolsa por unanimidad en las reuniones de los días 20, 22 y 26 de junio y 5, 10, 13 y 18 de julio de 1961, Actas números 161, 162, 163, 164, 165, 166 y 167, respectivamente.

Aprobado por unanimidad por el Consejo Directivo en su reunión del 20 de septiembre de 1961, Acta número 1128.

El Presidente del Consejo Directivo,

Daniel Jaramillo Ferro.

El Secretario del Consejo Directivo,

Guillermo Delgado Pardo

Estos Reglamentos fueron aprobados por la Superintendencia Bancaria en su nota número 4840 del 10 de octubre de 1961.

Eduardo Calderón N.,
Superintendente Bancario.
Primer Delegado.

REGLAMENTO INTERIOR DE LA BOLSA DE VALORES DE
MEXICO, S. A. DE C. V. *

Capítulo I
DE LA ORGANIZACION

Art. 1. - 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 puedan 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 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 a 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 procurar 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 cuyos títulos hayan sido admitidos a operación.

* En virgor desde el 1 de junio de 1961.

Art. 2.- La Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V., organizada de acuerdo con la autorización respectiva y su Escritura de Constitución, tendrá cincuenta socios por lo menos.

Art. 3.- El órgano supremo de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V., es la Asamblea General de Socios Accionistas, que se celebrará en la forma que establecen la Escritura Constitutiva de la misma y sus Estatutos.

Art. 4.- Son facultades de la Asamblea General de Socio:

- I. Discutir, aprobar o modificar el Balance, después de oído el informe de los Comisarios;
- II. Resolver, en su caso, sobre la aplicación de las utilidades o la distribución de las pérdidas;
- III. Designar a los miembros del Consejo de Administración y a los Comisarios;
- IV. Determinar los emolumentos correspondientes a los Administradores y Comisarios;
- V. Prorrogar la duración de la Sociedad;
- VI. Disolver anticipadamente la Sociedad;
- VII. Aumentar o reducir el Capital Social;
- VIII. Decretar la fusión con otra Sociedad;
- IX. Modificar la escritura social en cualesquiera de sus partes, dentro de los límites permitidos por la Ley y de acuerdo con la autorización respectiva;
- X. Aprobar o rechazar las solicitudes de admisión de socios presentadas por el Consejo de Administración;
- XI. Acordar la separación de socios;
- XII. Las demás que le señalen las Leyes, la Escritura Constitutiva, los Estatutos y este Reglamento.

Art. 5.- Son facultades del Consejo de Administración, además de las normales para el desempeño de sus funciones administrativas:

I. Modificar el presente Reglamento, siempre que las modificaciones no estén en contraposición con las Leyes que se refieren a Bolsas de Valores y con la Escritura Constitutiva y Estatutos de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V;

II. Resolver sobre la inscripción de valores en la Bolsa e instruir los expedientes relativos a los valores inscritos, dando los avisos e informes que sobre dichos valores sean procedentes, de acuerdo con la Ley y en la forma que establece este Reglamento;

III. Designar de entre sus miembros a la persona o personas que hayan de representarlo ante la Comisión Nacional de Valores; así como a las que habrán de presidir las sesiones de la Bolsa;

IV. Inspeccionar los libros y registros de los Agentes de Bolsa o, en su caso delegar esta facultad;

V. Instruir y resolver las quejas que le sean presentadas con motivo de las operaciones celebradas en la Bolsa;

VI. Extender el acta de cotización de los valores con que la Bolsa opera;

VII. Consultar a los socios sobre las solicitudes de admisión de socios o proponer la exclusión de quienes lo ameriten, a reserva de que la Asamblea ratifique dichas decisiones;

VIII. Dictar o revocar, en su caso, la suspensión de un socio en sus funciones como Agente;

IX. Aplicar sanciones que establezcan las Leyes, la Escritura Constitutiva, los Estatutos y este Reglamento, cuya imposición no esté reservada a la Asamblea;

X. Designar de entre sus miembros a la persona o personas que ha

brán de intervenir en la consumación de las operaciones que se ha gan por cuenta y riesgo del corredor moroso en los casos previstos por la Ley;

XI. Resolver sobre la admisión o separación de suscriptores y señalar las cuotas de admisión y mensuales que los mismos habrán de cubrir;

XII. Delegar en comisiones de su seno la tramitación de los asun tos a que se refieren los puntos II, IV y VI y nombrar comités que coadyuven en las labores que se programen para el mayor éxito de la Institución. Tanto las comisiones como los comités, presentarán las proposiciones razonadas respectivas a la decisión del Consejo;

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

Art. 6. - Además de sus facultades administrativas, el Presiden- te:

I. Velará por el exacto cumplimiento de la Escritura Constitutiva, los Estatutos, el Código de Etica Profesional de los Agentes de Bol- sa, este Reglamento y las obligaciones del Comité de Vigilancia de las Cotizaciones;

II. Presidirá las Ásambleas de Socios Accionistas y las sesiones del Consejo;

III. En general, vigilará el cumplimiento de los fines de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V.

Art. 7. - El Tesorero tendrá a su cargo la supervisión de la conta bilidad de la Sociedad y la buena guarda de sus libros, títulos y valo- res.

Art. 8. - El Secretario levantará las actas de las Asambleas de Socios y conservará los libros correspondientes y sus anexos.

Art. 9. - Además de otras facultades administrativas que le atribuye la Escritura Constitutiva, el Director:

I. Velará por el exacto cumplimiento de la Escritura Constitutiva, los Estatutos de la Bolsa, este Reglamento y el Código de Etica Profesional de los Agentes de Bolsa;

II. Estará a cargo, en general, de las oficinas de la Bolsa, tendrá el carácter de Jefe de Personal y responderá de la contabilidad y la Caja de la Institución;

III. Cuidará de las publicaciones que, de acuerdo con las Leyes y este Reglamento deban hacerse, con relación a los valores cotizados, bajo las instrucciones del Consejo de Administración.

Art. 10. - Aparte de los libros que exige el Código de Comercio, la Bolsa llevará un libro de remates, en el que se registren todas las operaciones que se hagan en las sesiones oficiales; el talonario a que se refiere el artículo 8o. de este Reglamento, un libro de liquidaciones y, en su caso, cuentas diarias a los socios, por efectivo y valores, para los efectos de la compensación de operaciones.

Art. 11. - La Bolsa organizará la prestación de los servicios especiales que este Reglamento determine, a las personas e instituciones que sean admitidas como suscriptores de los mismos.

Capítulo II

DE LOS SOCIOS

Art. 12. - Unicamente las personas físicas pueden ser socios de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V.

Art. 13. - Para ser socio de la Bolsa se requiere:

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 de la Bolsa con anterioridad y se hubiere separado voluntariamente, o que el Consejo reduzca el plazo citado;

III. Presentar por escrito solicitud de admisión al Consejo de la Bolsa, con la comprobación correspondiente a los requisitos señalados en el inciso I de este artículo, en la que expresamente se acepte someterse a los Estatutos, Reglamentos, usos y costumbres de la Bolsa; se señale como domicilio el local de la misma en esta Capital para todos los asuntos relacionados con la actuación del solicitante como socio de la Institución; se someta a los Tribunales de esta Capital en lo concerniente a estos asuntos y renuncie al fuero de su propio domicilio;

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

V. Ser Corredor de Cambio Titulado o acreditar ante la Comisión Nacional Bancaria y, a juicio de la misma, que se tienen los conocimientos necesarios y experiencia en asuntos mercantiles, bancarios y bursátiles;

VI. Obtener la aprobación de la solicitud de admisión por parte, primero de la Nacional Financiera, S.A., y, después, de la Comisión Nacional Bancaria;

VII. Otorgar fianza, a satisfacción del Consejo de Administración de la Bolsa;

VIII. Adquirir una acción de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V., de las ya emitidas, o suscribir una nueva exhibiendo desde

luego el valor nominal de la misma y la prima correspondiente, en su caso, en los términos que fije el Consejo de Administración, de acuerdo con los Estatutos;

IX. Firmar el libro de registro de la Sociedad, en los términos del Art. 128 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, lo cual, además, implicará el compromiso ineludible de cumplir todas las disposiciones legales, estatutarias y reglamentarias de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V.

Art. 14. - 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 encargo 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 en una Bolsa de Valores;

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

Art. 15. - El socio que se hubiere 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.

Art. 16. - El Consejo presentará las solicitudes de admisión, con informe sobre el solicitante, a la Asamblea General de Socios, siempre que ésta se verifique dentro de los tres meses siguientes a la fe

cha en que haya sido presentada la solicitud. En caso contrario o cuando el solicitante no hubiere obtenido en Asamblea los votos necesarios y faltare de votar un número de Socios que pueda completar esos votos, el Consejo hará conocer a todos los accionistas la solicitud que ante él se haya presentado y los términos del informe dicho, recogiendo la votación individual de cada uno de los socios sobre la solicitud en trámite.

Art. 17. - Si la votación de los socios resultare favorable al solicitante, en los términos del inciso IV del artículo 13 de este Regla-
mento, el Consejo lo notificará así a la Nacional Financiera y a la Comisión Nacional Bancaria, para que éstas manifiesten si ejerci-
tan o no, respecto del solicitante, el derecho de veto que la Ley les concede.

Art. 18. - El Consejo de Administración determinará, mediante acuerdos de carácter general, el monto de la fianza que deban otor-
gar los socios para garantizar las responsabilidades en que incurran, con motivo de las operaciones en que intervenga. Dicha fianza no podrá ser inferior a \$ 10 000.00 y será ratificada o modificada, en su caso, por la Asamblea General de Socios.

Art. 19. - La Bolsa sólo reconocerá como socios a quienes aparezcan inscritos con tal carácter en el libro de Registro, que se llevará en los términos del Art. 128 de la Ley General de Sociedades Mercan-
tiles. A este efecto, el cedente, en su caso, notificará por escrito a la Bolsa la cesión que hubiere hecho.

Art. 20. - La transmisión de las acciones podrá hacerse únicamente en favor de personas que hayan satisfecho los requisitos del I al VII del artículo 13 de este Reglamento. La Bolsa no registrará el traspaso que se le notifique en contravención de lo establecido en este artículo.

Art. 21. - Los socios tienen derecho:

- I. A participar con voz y voto en las Asambleas de Accionistas;
- II. A imponerse de los informes del Consejo y cuentas de la Sociedad, quince días antes de la fecha señalada para la Asamblea Ordinaria de Accionistas;
- III. A ser electos consejeros, comisarios o ejecutores de los acuerdos de la Asamblea o del Consejo;
- IV. A transmitir su acción, con sujeción a lo establecido en las Leyes, la Escritura Constitutiva de la Bolsa y en este Reglamento;
- V. A percibir la parte proporcional del capital, en caso de disolución de la Sociedad;
- VI. A percibir el valor de restitución al ser separado, en los términos de la escritura constitutiva de la Bolsa, según valor contable, tomando como base el último balance aprobado por la Comisión Nacional Bancaria;
- VII. A recibir, en los términos señalados por la escritura constitutiva, los dividendos acumulados que le pertenezcan;
- VIII. A obtener los beneficios de los fondos de previsión social establecidos por la Asamblea, en los casos y bajo las condiciones que la misma determine;
- IX. Al libre acceso a los locales de la Bolsa y al uso de sus dependencias y servicios con sujeción al Reglamento y al destino de ellos;
- X. A hacer personalmente ofertas y posturas en las sesiones de la Bolsa;
- XI. A cobrar las cuotas que establece el arancel contenido en este Reglamento;
- XII. A enterarse en las oficinas de la Bolsa de los informes y documentación relativos a los valores cotizados o cuya cotización se solicite,

XIII. A recabar por escrito, de sus clientes, las órdenes de compra o de venta de valores; a obtener de sus clientes, antes de consumarse la operación por ellos ordenada, una garantía adecuada al valor y a la cantidad de los títulos a que se refiere la orden respectiva, otorgando los comprobantes correspondientes;

XIV. A los demás que prevengan la Ley de Instituciones de Crédito, su Reglamento, la Escritura y Estatutos de la Bolsa y este Ordenamiento.

Art. 21-A. Al comunicar un socio a la Bolsa, la transmisión voluntaria de su acción, ésta quedará en garantía durante un mes a partir de la fecha de tal comunicación, por cualquier responsabilidad bursátil en la que hubiese incurrido, anunciando la Bolsa, por los medios usuales, la transmisión de referencia para los efectos que tuviesen lugar.

Art. 21-B. La fianza que conforme al Art. 18 de este Reglamento deban otorgar los socios para garantizar las responsabilidades en que incurran con motivo de las operaciones en que intervengan, deberá mantenerse por un plazo de un año a partir de la fecha en la que un Socio Accionista comunique a la Bolsa la transmisión de su acción.

Art. 22. - Son obligaciones de los socios:

I. Asistir a las Asambleas Ordinarias y Extraordinarias, por sí o por apoderado;

II. Desempeñar los cargos y comisiones que se les confieran;

III. Cubrir con puntualidad las cuotas que señale la Asamblea;

IV. Comunicar la ubicación de su oficina y de su residencia a la Bolsa y notificarle inmediatamente cualquier cambio al respecto;

V. Dar aviso por escrito a la Secretaría, de la transmisión de su acción, inmediatamente después de concertar tal operación;

VI. Notificar desde luego a la Bolsa cuando se encuentre en el caso del inciso I del Art. 14 de este Reglamento, para los efectos de su suspensión;

VII. Otorgar y mantener íntegramente en vigor, la fianza a que se refiere el Art. 18 de este Ordenamiento;

VIII. Depositar su acción, endosada en blanco, en la Tesorería de la Bolsa, como garantía principal de sus cuotas y multas y adicional de todas sus obligaciones y responsabilidades, en relación con las operaciones en que intervenga;

IX. Respetar las reglas de operación, velar por el cumplimiento de los Estatutos de la Sociedad, lo ordenado en este Reglamento, los usos y costumbres de la Bolsa, lo establecido por las Leyes y sus Reglamentos y, apearse estrictamente en todo, a lo establecido en el Código de Ética Profesional de los Agentes de Bolsa;

X. Celebrar, únicamente en las sesiones oficiales de la Bolsa, las operaciones que hagan sobre valores cotizados en ella, salvo el caso de los valores que se encuentren en etapa primaria de colocación, al ser emitidos, en cuyo caso, el Consejo de Administración reglamentará lo necesario, por acuerdos de carácter general;

XI. Cumplir y liquidar las operaciones en que intervengan, puntualmente y en la forma y términos concertados, a través del Departamento de Liquidaciones de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V.;

XII. Recabar de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V.; la cédula a que se refiere el artículo 8o. de este Reglamento, entregando ésta al cliente junto con su liquidación;

XIII. Sujetarse estrictamente al Arancel aprobado por el Consejo de Administración;

XIV. Llevar los libros de contabilidad que exigen las Leyes y este Reglamento;

XV. Conservar los libros de contabilidad y sus anexos, por el término de diez años después de su cierre;

XVI. Expedir las certificaciones que soliciten sus clientes y otros agentes, respecto de asientos o registros que existan en sus libros, en lo concerniente a las operaciones celebradas con éstos o por cuenta de aquéllos; pero sin mencionar el nombre de la contraparte correspondiente;

XVII. Permitir la inspección de sus libros y registros; por los inspectores que al efecto designe la Comisión Nacional Bancaria, de acuerdo con el texto de la disposición legal respectiva; por el Consejo de Administración de la Bolsa, en acuerdo recaído sobre queja presentada por escrito al mismo Consejo por las autoridades de la Institución, el Comité de Vigilancia de las Cotizaciones o por cualquiera otra persona;

XVIII. Contribuir al fondo de previsión social establecido por la Asamblea, en los casos y condiciones que la misma determine.

Art. 23. - La Asamblea General señalará el monto de las cuotas que los socios deberán pagar a la Bolsa.

Art. 24. - Al depositar sus acciones en la Tesorería, para los efectos del inciso VIII del artículo 22 de este Reglamento, los socios convendrán expresamente por escrito, con la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V., que sus títulos quedan en garantía de todas las obligaciones y responsabilidades en que incurriere el socio, como Agente de Bolsa, pero principalmente en lo que respecta al pago de las penas establecidas en el Capítulo VI de este Ordenamiento y de las cuotas que se fijan, en los términos del artículo anterior.

Art. 25. - Los socios de la Bolsa están obligados a llevar:

I. Un registro por cada valor con que operen, en el que serán anotadas con toda claridad y exactitud las operaciones que efectúen, con expresión de cantidad y precio;

II. Un registro de contratos, en el que se anotarán, por cada contrato, las operaciones que se efectúen, con los mismos datos a que se refiere la fracción anterior;

III. Un registro de órdenes, en el que se anotarán separadamente las órdenes de compra y de venta, con expresión de los valores o títulos respectivos, de la clase de contrato ordenado, de los límites de cantidad y precio y de las operaciones que, respecto de cada orden, se ejecuten. Este registro se llevará en orden cronológico.

Art. 26. - Los registros a que se refiere el artículo anterior, se llevarán en idioma castellano, en libros encuadernados y foliados, según los modelos que determine el Consejo de Administración. Su apertura y cierre serán autorizados por el mismo Consejo. Al autorizar la apertura se pondrá el sello de la Bolsa en cada una de sus páginas.

Art. 27. - Los asientos en los registros relacionados con el Art. 25 de este Reglamento, deberán hacerse por orden numérico y cronológico, dentro de las 24 horas siguientes a la recepción de la orden, en el caso de la fracción III, del artículo mencionado y a la celebración de la operación respectiva, en los casos de las fracciones I y II del mismo artículo.

Art. 28. - Las inspecciones de los libros de los socios que ordene el Consejo de Administración, se limitarán a los registros a que se refiere el Art. 25 de este Reglamento, excepto cuando se trate de la investigación de un delito del orden común. En este ca

so, el Consejo podrá exigir al Agente, la entrega de todos los libros y documentos necesarios para esclarecer los hechos.

Art. 29. - Está prohibido a los socios:

- I. Operar por cuenta propia;
- II. Comprar o vender por cuenta propia los valores que les hubieren sido confiados para su venta o que les hubieren sido pedidos en compra;
- III. Concertar operaciones nominales, sin transferencia de valores;
- IV. Concertar operaciones fuera del Salón de Remates y del horario señalado para las mismas;
- V. Cobrar menor cantidad de la que en cada caso corresponda, de acuerdo con el Arancel; devolver parte o la totalidad del corretaje, o renunciar al derecho de cobrar el que esté pendiente, salvo lo previsto en el Art. 102, fracción II, de este Reglamento;
- VI. Liquidar sus operaciones fuera de la oficina respectiva de la Bolsa;
- VII. Otorgar franquicias, hacer rebajas o pagar primas sobre los precios marcados en la nota a que se refiere el Art. 81 de este Ordenamiento; aceptar garantías menores que las exigidas con anterioridad por otro agente de la misma persona y para igual operación, y, en general, realizar cualquier acto de competencia desleal entre socios de la Bolsa.

Art. 30. - El Consejo de Administración decretará la suspensión de un socio, en el goce de los derechos inherentes a su carácter de tal, siempre que éste le comunique, o el mismo Consejo compruebe, que el socio se encuentra en el caso de la fracción I, del Art. 14 de este Reglamento. El Consejo, por mayoría de votos, decretará igualmente la suspensión de un socio, con el carácter de sanción,

en los supuestos del Art. 123 del mismo.

Art. 31. - Los socios quedarán excluidos de la Sociedad:

I. Por la trasmisión de su acción, en los términos de la fracción IV del Art. 21 de este Reglamento;

II. Por causa de muerte;

III. Por decisión del Consejo de Administración o de la Asamblea de Accionistas, en los casos del artículo 125 de este Reglamento.

Art. 32. - En el caso de la fracción II del artículo anterior, los herederos del socio fallecido podrán vender su acción libremente, a persona física que reúna los requisitos necesarios para ser admitido como socio de la Bolsa. En este caso, el Consejo de Administración estará obligado a dar preferencia a la colocación de las acciones que se encuentren en estas condiciones, respecto a las acciones de Tesorería, siempre que el precio que fijen los herederos sea tomado como base en el precio a que se haya hecho el traspaso de la última acción.

Capítulo III

DE LOS VALORES

Art. 33. - 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 sociedades o empresas legalmente constituidas;

III. Los metales preciosos, amonedados o en pasta.

Art. 34. - Los efectos o valores del Gobierno Federal de los Estados y de los Municipios, serán inscritos en la Bolsa sin necesidad de solicitud previa, tan pronto como el Consejo de Administración

sea notificado oficialmente en su emisión.

Art. 35. - Para la inscripción en Bolsa, de los títulos, valores y efectos a que se refiere la fracción II del Art. 33 de este Reglamento, se requiere:

I. Que lo solicite el emisor en los términos y forma que establece la Ley y este Reglamento;

II. Que al hacerse la emisión se hayan llenado todos los requisitos legales respectivos;

III. Que se acredite la seriedad y solvencia del emisor y que la emisión esté distribuida suficientemente, a juicio del Consejo de Administración;

IV. Que lo amerite la categoría e importancia de la emisión, según se establece en los artículos 42 y 43 de este Reglamento;

V. Que si se trata de valores pagaderos en el extranjero, se haya obtenido previamente la autorización especial respectiva de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público o, en su caso, de la Comisión Nacional de Valores;

VI. Que si se trata de valores por emitirse, el emisor demuestre la posibilidad de hacerlo dentro de los noventa días hábiles siguientes a la inscripción y se obligue a emitirlos en ese plazo, garantizando la pena convencional que el Consejo fije, para el caso de incumplimiento;

VII. Que el Consejo de Administración acuerde favorablemente, por mayoría de votos, la solicitud correspondiente;

VIII. Que la Comisión Nacional de Valores apruebe igualmente la solicitud;

IX. Que se hayan cubierto los derechos de inscripción fijados por el Consejo en el acuerdo respectivo, en vigor al tiempo de hacerse la inscripción.

Art. 36. - Para la inscripción de valores o títulos de crédito ex tranjeros, serán requisitos indispensables, además de los exigidos por el artículo anterior, los siguientes:

I. Que los valores o títulos estén representados por constancias de depósito, emitidas por una Institución de Crédito, que opere en México;

II. Que la institución depositaria garantice la autenticidad de los valores o títulos amparados por las constancias que la misma haya expedido;

III. Que la institución depositaria se obligue a proporcionar a la Bolsa, informes en español, conteniendo todos los datos respecto de esos valores, exigidos por este Reglamento;

IV. Que la institución depositaria haya sido nombrada por la ins titución emisora, su agente en México, para encargarse del pago de intereses, dividendos o amortizaciones correspondientes a los títulos o valores a que se refiera la solicitud.

Art. 37. - Las solicitudes de inscripción deberán formularse por duplicado y dirigirse al Consejo de Administración, usando para ello las formas que la Bolsa proporcione y señalando en forma clara e inequívoca los datos que en ella se requieran. Dichas solicitudes habrán de ser suscritas por personas facultadas para ello como representantes o apoderadas para actos de Administración de la empre sa emisora. Para acreditar la personalidad de los solicitantes, deberá acompañarse a la solicitud copia del acuerdo del Consejo de Ad ministración, en el cual se designen las personas autorizadas para promover la inscripción. Esta copia deberá consignar las firmas del Presidente y del Secretario del Consejo.

Art. 38. - La presentación a la Bolsa de una solicitud de inscripción, implica la aceptación formal e ineludible, por parte de los emisores, de todas las obligaciones que este Reglamento señala.

Art. 39. - A menos que los documentos que a continuación se expresan, existan en los archivos de la Bolsa, las solicitudes de inscripción deberán acompañarse de las siguientes constancias, por duplicado:

- I. Copia de la escritura de constitución de la empresa emisora;
- II. Copias de todas y cada una de las escrituras de reformas a la constitutiva;
- III. En su caso, copia de la escritura de emisión;
- IV. Balance certificado por Contador Público Titulado, realizado con una antigüedad no mayor de seis meses a la fecha de la solicitud;
- V. Balances comparativos de los últimos cinco ejercicios sociales;
- VI. Estado de Pérdidas y Ganancias, correspondiente al Balance a que se refiere la Fracción IV de este artículo;
- VII. Estados comparativos de Pérdidas y Ganancias, correspondientes a los Balances señalados en la Fracción V de este artículo;
- VIII. Estados comparativos de aplicación de utilidades, correspondientes a los ejercicios señalados en la Fracción V anterior;
- IX. Lista de los dividendos pagados por la empresa emisora, durante los últimos diez años, especificando fecha de pago, ejercicio a que correspondió su importe y los números de los cupones o, en su caso, el procedimiento de cobro. Además, se indicará si el correspondiente Impuesto sobre la Renta fue absorbido por la empresa o descontado a sus accionistas;

X. Descripción detallada de los títulos que se solicitan inscribir, especificando su naturaleza, redacción en su caso, tipo de interés, personas que lo suscriben, cupones adheridos, plazo de amortización, representante común, garantía, procedimiento de amortización y, en general, todos los datos que caractericen la emisión;

XI. Lista de las personas que integran el Consejo de Administración y nombre de los principales funcionarios de la empresa y

XII. Cuando se trate de inscribir acciones, lista de asistencia de la última Asamblea de Accionistas.

Art. 40. - Para juzgar de la satisfacción de los requisitos legales, respecto de la constitución de sociedades o emisión de valores, se tomará como base la documentación a que se refiere el artículo anterior.

Art. 41. La seriedad y solvencia del emisor, se acreditará con los estados financieros a que aluden las fracciones IV, V, VI, VII y VIII del artículo 39 de este Reglamento y, con las investigaciones que se hagan por los medios usuales, las que servirán también para comprobar la distribución de los valores.

Art. 42. - La categoría e importancia de la emisión se estimarán por el objeto de la sociedad emisora, su capital y el destino que, en su caso, haya de darse al producto de la emisión, así como por el monto de ésta.

Art. 43. - No se inscribirán en Bolsa acciones de sociedades cuyo monto por capital pagado o de otros valores emitidos por las mismas, no lleguen al mínimo que periódicamente fije el Consejo de Administración.

Art. 44. - Las solicitudes de inscripción serán turnadas al Comité de Inscripción, compuesto por el Secretario del Consejo de Administración.

tración, un Contador Público Titulado, designado por el propio Consejo y el Abogado Consultor de la Institución. Dicho Comité formará por duplicado los expedientes relativos a la inscripción de valores en Bolsa, con las solicitudes, los documentos anexos, las investigaciones que se practiquen y las opiniones del Contador Público Titulado o Abogado Consultor mencionados. Cotejará los documentos exhibidos y formulará un dictamen razonado, respecto de cada solicitud, recomendando al Consejo de Administración su aceptación o rechazo.

Art. 45.- El Consejo de Administración, con vista del dictamen respectivo del Comité de Inscripción, acordará por mayoría de votos, si se accede o no a cada solicitud de inscripción que se le haya presentado.

Art. 46.- Cuando la decisión del Consejo sea negativa, el que hubiere solicitado la inscripción podrá alzarse ante la Comisión Nacional de Valores y ésta decidirá sobre la admisión.

Art. 47.- Si la resolución del Consejo fuere favorable, éste turnará uno de los ejemplares del expediente relativo a la Comisión Nacional de Valores para que ésta manifieste si ejercita o no el derecho de veto que la Ley le concede.

Art. 48.- En caso de resolución favorable de la Comisión Nacional de Valores, se comunicará al solicitante la cuota de inscripción que debe cubrir y la garantía que, en el caso de la fracción VI, del artículo 35 de este Reglamento debe otorgar, para que se proceda desde luego a la inscripción.

Art. 49.- El Consejo de Administración determinará, por acuerdos de carácter general y con la previa aprobación de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el monto de las cuotas que deberán perci-

birse por la inscripción de valores, sin que esta suma sea menor de \$ 1 000.00 ni mayor de \$ 5 000.00 anuales. En ningún caso se aplicarán cuotas de inscripción respecto a los valores que, conforme a la Ley deban ser inscritos en Bolsa sin necesidad de solicitud previa.

Art. 50. - Son obligaciones de las empresas cuyos valores estén inscritos en Bolsa:

I. Pagar puntualmente las cuotas anuales de inscripción que se les hubieren asignado;

II. Proporcionar a la Bolsa, anualmente, dentro de los 15 días hábiles siguientes a la celebración de la Asamblea que haya aprobado el último ejercicio social, los siguientes Estados Financieros:

a) Balance General certificado por Contador Público Titulado y, en casos de Instituciones de Crédito, Compañías de Seguros, de Fianzas o Sociedades de Inversión, completarlos en su oportunidad con la aprobación de los mismos por las autoridades competentes.

b) Estado de Pérdidas y Ganancias correspondiente al Balance anterior.

c) Resolución sobre aplicación de utilidades.

III. Comunicar a la Bolsa, en forma expresa y oportuna, de todas las convocatorias de Asambleas de Accionistas o, en su caso, de tenedores de sus valores;

IV. Suministrar a la Bolsa los informes adicionales, que por medio de prevenciones generales, exija el Consejo;

V. Comunicar a la Bolsa, tan pronto como tenga conocimiento de ello, cualquier nulificación, pérdida, alteración o transferencia indebida, de que hayan sido objeto los títulos de su emisión;

VI. Comunicar a la Bolsa, dentro de las 48 horas siguientes al acto de que se trata, las exhibiciones que se decreten sobre acciones

pagaderas, las resoluciones de las Asambleas Ordinarias y Extraordinarias de Accionistas, Obligacionistas o Tenedores y, en general, cualquier dato que afecte a los valores inscritos;

VII. Comunicar a la Bolsa oportunamente los dividendos que la empresa decreta, especificando la fecha de pago, la forma de cobro y su importe;

VIII. Informar de todo cambio que sufra el Consejo de Administración;

IX. Proporcionar oportunamente copias de las actas de toda Asamblea de Accionistas o Tenedores de Valores y de los informes que, en su caso, se presenten a la consideración de tales Asambleas.

Art. 51. El Consejo de Administración acordará, dando la intervención que corresponde a la Comisión Nacional de Valores, la suspensión temporal, por el plazo que al efecto fije o la cancelación del registro de los valores inscritos, según la gravedad del caso, por contravenir las disposiciones legales respectivas, ateniéndose al espíritu de dichas disposiciones.

Art. 52.- La cancelación del registro de los valores inscritos sólo se concederá:

I. Cuando la emisión sea totalmente amortizada, en caso de valores amortizables;

II. En los casos de acciones, a solicitud de la totalidad de los accionistas;

III. Cuando haya desaparecido la empresa emisora y

IV. Cuando no se hayan cumplido las disposiciones legales respectivas.

Art. 53.- Para el estudio de la conveniencia de suspender o destituir valores inscritos en Bolsa, el Consejo podrá turnar el asunto al Comité de Inscripción y resolverá con vista del dictamen de éste. Acordada la suspensión o destitución de valores inscritos, el emisor afectado podrá alzarse ante la Comisión Nacional de Valores y ésta decidirá en definitiva, confirmando, revocando o modificando la resolución del Consejo.

Capítulo IV

DE LAS OPERACIONES

Art. 54.- Solamente podrá operarse en la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V., con los títulos o valores en ella inscritos, así como con metales preciosos amonedados o en pasta.

Art. 55.- Las sesiones de la Bolsa se efectuarán todos los días hábiles, a las horas que señale el Consejo de Administración. Sólo podrán suspenderse por acuerdo del mismo Consejo, ratificado previamente por la H. Comisión Nacional Bancaria. Por causa de fuerza mayor, la suspensión de las sesiones podrá extenderse a 5 o más días hábiles consecutivos, pero recabando también la autorización legal correspondiente, de la propia Comisión Nacional Bancaria.

Art. 56.- El Consejo de Administración podrá organizar sesiones de operaciones a plazo, subastas, etc., según lo estime conveniente.

Art. 57.- Las sesiones de Bolsa serán presididas por la persona que de su seno designe el Consejo de Administración, quien tendrá amplias facultades para resolver todas las cuestiones o dificultades que pudieran suscitarse durante la sesión, con motivo de las opera

ciones que en ella se lleven a cabo, sin óbide de que el que se considere perjudicado acuda en queja ante el Consejo de Administración, el cual resolverá en su caso, por mayoría de sus miembros, sobre la queja respectiva.

Art. 58. - Las operaciones podrán hacerse únicamente:

I. Al Contado;

II. A plazo;

III. Opcionales, de compra o de venta, por no menos de tres, ni más de noventa días;

IV. Al emitirse.

Art. 59. - Las operaciones serán de contado, cuando deban liquidarse a más tardar en el siguiente día hábil a aquel en que fueron concertadas y conforme al horario establecido por el Consejo de Administración. El Agente de Bolsa faltante a esta Regla, pagará, el primer día, al otro contratante, una multa de 1% por los primeros \$ 1 000.00 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 operación, a partir del segundo día en que debió haber sido liquidada. El Agente incumplido no tendrá derecho a operar en 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 contenida en el artículo 127 de este Reglamento.

Art. 60. - 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.

Art. 61. - Las operaciones serán opcionales, de compra cuando el tomador, o de venta cuando el vendedor, puedan abandonar la operación, dentro del plazo fijado en la fracción III del artículo 58 de este Reglamento.

Art. 62. - 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 la ha concedido, para tener derecho de abandonar la operación desde que se concertó, hasta la fecha en que de biera consumarse.

Art. 63. - Las operaciones serán, al emitirse, cuando deban 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.

Art. 64. - Servirán de base a las operaciones que se verifiquen en sesiones de Bolsa los mínimos que para cada caso fije el Consejo de Administración, quedando en vigor, mientras no haya acuerdo en contrario, los siguientes:

I. Valor efectivo hasta	\$ 500.00	mínimo 100 acciones
Valor efectivo mayor de hasta \$ 1 000.00	\$ 501.00	mínimo 50 acciones
Valor efectivo mayor de en adelante	\$ 1001.00	mínimo 25 acciones
II. Fondos públicos, Bonos, Cédulas y Valores de rendimiento fijo.		
Cualquier valor		mínimo \$10 000.00

tice, el cual la divulgará y la pasará al Departamento de Liquidaciones. Se dará preferencia a las propuestas en orden cronológico,

Art. 68. - Los Agentes que deseen comprar o vender a un precio limitado, depositarán en el corro central de operaciones, en la sección en que dicho valor se cotee, la forma correspondiente, ya sea de compra o de venta, en la que se especificarán las condiciones de dicha operación.

Art. 69. - Las propuestas hechas por los Agentes, por órdenes recibidas a precio limitado, quedarán registradas en orden cronológico, considerándose todas ellas en firme, durante el tiempo especificado, en el momento de hacerse el registro.

Art. 70. - Cualquier Agente podrá cerrar de viva voz, y en su orden, las propuestas en firme que hayan sido depositadas en el corro, mientras éstas no sean retiradas por el Agente que las depositó o canceladas. Cualquier operación que se realice al mercado, si fuese a precio igual al que apareciera en el corro, ésta tendrá siempre preferencia, por lo que la operación se realizará con el Agente que hubiese depositado su orden de compra o de venta en el corro de operaciones.

Art. 71. - Cuando un Agente de Bolsa tenga orden para comprar o vender el mismo valor a un mismo precio, deberá hacerlo saber públicamente, de manera que si hay quien compre o venda dicho valor con $1/8$ más alto o más bajo del precio expresado, cuando se trate de valores de renta fija o el mínimum fijado si se trata de otros valores, no podrá ejecutar la operación por sí mismo; en caso contrario el Agente podrá cerrar la operación para sí mismo. Para llevar a cabo esta clase de operaciones, el Agente que la proponga

deberá, antes de iniciarla, tocar tres veces el timbre del corro cen
tral, anunciando el nombre completo del valor de que se trata, repi
tiendo su proposición por lo menos dos veces y en forma que todos
la oigan, de acuerdo con las circunstancias para, de ese modo, ha
cer conocer la intención que tiene de efectuar una operación por sí
solo, en el caso de que no hubiere otro comprador o vendedor a tiem
po mejor. Al efectuarse la operación en cualesquiera de las formas
antes descritas, se hará el registro correspondiente, entregándose
a los Agentes que hayan intervenido en ella, los comprobantes usua
les.

Art. 72. - Las órdenes abiertas recibidas por los Agentes para ser
ejecutadas "al mercado", se efectuarán del modo usual o sea, de viva
voz y de acuerdo con los precios del momento.

Art. 73. - Todo Agente tiene obligación ineludible de registrar to
da operación que realice durante las sesiones de Remate, en el sa-
lón destinado al efecto. Todos los agentes que intervengan en estas
operaciones, caerán dentro de las sanciones establecidas, al no re-
gistrarlas.

Art. 74. - Si no se especifica en la proposición un número determi
nado de unidades, se entenderá que la operación propuesta es por el
mínimo, que para el caso señala el artículo 64 de este Reglamento.

Art. 75. - El Agente que inquiera cuántas unidades hay de compra
o de venta, queda obligado, por ese solo hecho, a comprar o vender,
según el caso, el mínimo señalado en el mencionado artículo 64.

Art. 76. - Si un Agente ofrece comprar o vender mayor número
de unidades, deberá decir a qué precio, pues de lo contrario se enten
derá que su proposición es al precio de la última operación y, a falta
de esta base, al más alto de compra o al más bajo de venta en ese mo
mento.

Art. 77. - Se entenderá que es al contado, toda operación respecto de la cual no se exprese, al ofrecerla, que es de otra clase; y que es en firme, la que sea anunciada a plazo, sin mencionar opción.

Art. 78. - Salvo declaración, hecha en el momento de hacer la proposición respectiva, todo socio que proponga en compra o en venta un determinado número de unidades, estará obligado a comprar o vender cualquier cantidad de unidades que le sean ofrecidas o tomadas desde el mínimo correspondiente, de acuerdo con el artículo 64, de este Reglamento, hasta el límite por él propuesto.

Art. 79. - Las operaciones celebradas en Bolsa surtirán sus efectos tan pronto como la oferta, hecha de viva voz, sea aceptada verbalmente.

Art. 80. - Al efectuarse las operaciones, deberán ser registradas, anotándose en el libro respectivo, extendiéndose por triplicado la cédula correspondiente, la que se desprenderá del libro talo nario debidamente foliado. A petición de los Agentes, se les entregará un tanto de la cédula correspondiente a que se hace mención, conservando el original para el archivo de la Bolsa. Toda operación deberá divulgarse de inmediato, por los medios usuales.

Art. 81. - Las cédulas que intercambien entre sí los Agentes y a que se hace referencia en el artículo 67 de este Reglamento, así como las del artículo anterior, harán prueba de la operación concertada y las matrices servirán como base para la aprobación del acta de cotizaciones, conforme a las Leyes y Reglamentos de la materia.

Art. 82. - Además de las cédulas mencionadas en los artículos anteriores, cuando se trate de operaciones a plazo, los Agentes otorgarán contratos por escrito, a más tardar al día siguiente de haberse

concertado la operación respectiva.

Art. 83. - Las operaciones que se hicieren, se cumplirán con las condiciones y en el modo y forma en que hubieren convenido los contratantes, con arreglo a las disposiciones de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, a su Reglamento, a este Ordenamiento y a los usos establecidos.

Art. 84. - En las operaciones a plazo, cada una de las partes depositará, salvo convenio en contrario, en la oficina de liquidación de la Bolsa, antes de que comience la sesión del día siguiente a la celebración de aquéllas, el 20% del importe de la operación, en dinero efectivo. Cada vez que la cotización de un valor suba o baje, la parte afectada podrá pedir a la otra, a través del Consejo de Administración, que refuerce la garantía otorgada, reconstituyendo proporcionalmente el 20% dicho, antes de que comience la sesión del día hábil siguiente. La falta de entrega oportuna de las garantías o refuerzos, da a la contraparte, desde luego, el derecho que concede el artículo 89 de este Reglamento, en la inteligencia de que, las diferencias que hubiere, se harán efectivas preferentemente sobre las garantías correspondientes. Estas disposiciones no tendrán efecto, cuando haya acuerdo en contrario de las partes contratantes, siempre y cuando dicho acuerdo sea a completo riesgo de las mismas.

Art. 85. - Salvo convenio en contrario, el vendedor está obligado a entregar los valores con los cupones vigentes y en el estado que corresponda a dichos valores, en el momento de celebrarse la operación, sea ésta al contado o a plazo. Si antes del día de la liquidación hubiere de expirar algún derecho o de cumplirse alguna obligación inherente a esos valores, el vendedor está obligado a ejecutar oportunamente los actos conservatorios del derecho a cumplir la o-

bligación respectiva, a solicitud escrita del comprador y aun hacer pagos, en su caso, si éste le suministra con la debida anticipación los fondos necesarios para ello.

Art. 86. - Todas las operaciones que se realicen con acciones de empresas sobre las cuales directa o indirectamente la Bolsa no haya tenido conocimiento del pago de un dividendo o de la distribución de otro derecho cualquiera, se tomará como base para la liquidación correspondiente, si es que no hay arreglo en contrario entre los socios contratantes, el último cupón que, según la Bolsa, deba estar vigente.

Art. 87. - Para operaciones que se realicen hasta once días antes del vencimiento del cupón corriente de intereses, se incluirá este cupón en la liquidación y, para operaciones efectuadas dentro de los diez días anteriores al vencimiento de los cupones de intereses, se liquidarán con el cupón siguiente.

Art. 88. - Las operaciones a plazo se liquidarán precisamente el día del vencimiento, salvo que se estipule expresamente que una o cualquiera de las partes se reserva el derecho de exigir la liquidación, antes del vencimiento, mediante previo aviso, dado a la otra parte con tres días de anticipación. En las operaciones opcionales, el beneficiario de la opción deberá notificar a quien se la dio, que va a hacer uso de ella, por lo menos veinticuatro horas antes del vencimiento.

Art. 89. - 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. Si el vendedor o el comprador demoraran el cumplimiento del convenio, el perjudicado por la demora podrá optar por el abandono de la operación, denunciándola

ante quien presida el remate, el día en que la entrega o el pago debieran ser hechos o por el cumplimiento del contrato. En este último caso, la operación se consumará con la intervención de uno de los miembros 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 resultare. Este procedimiento no impide el ejercicio de las acciones ejecutivas correspondiente, a opción del perjudicado, o cuando la aplicación de la fianza no fuere bastante para cubrir el monto de las diferencias.

Art. 90. - En caso de exclusión de un socio, el Consejo de Administración intervendrá en la liquidación de las operaciones que aquel tuviere pendientes, al ocurrir la exclusión. Para tal fin, se fijarán avisos en los lugares de costumbre, haciéndose saber la exclusión y dándose a los interesados un plazo de 15 días hábiles, para que ocurran al Consejo de Administración a denunciar las responsabilidades que existan a cargo del socio excluido, con motivo de las operaciones en que hubiere intervenido. El Consejo de Administración, en su caso, procederá a la liquidación de las responsabilidades dichas, a prorrata, sobre el monto de la fianza y el valor de la acción del socio excluido, aplicando, en lo conducente, lo establecido en el artículo 89 de este Reglamento. Para los efectos de la liquidación, todas las operaciones pendientes se considerarán como vencidas desde la fecha de la exclusión.

Art. 91. - Los señores Agentes de Bolsa que estén asociados, trabajen o dependan de una misma Sociedad, Institución o Casa de Corredores, no podrán operar entre sí.

Art. 92.- Después de cerrada la diaria sesión de remate, ningún Agente podrá permanecer en el recinto del Salón de Remates, ni efectuar operaciones en el mismo.

Art. 93.- El Consejo de Administración se reunirá después de las horas del remate y, en vista de las operaciones del día que aparezcan en las matrices del libro talonario respectivo y con la noticia de esas operaciones, extenderá el acta de la cotización y remitirá desde luego una copia certificada de ella a la Comisión Nacional Bancaria y a la Comisión Nacional de Valores.

Art. 94.- La cotización se referirá únicamente a los valores que hayan sido objeto de operación en Bolsa, en la sesión a que el acta se contraiga. El Presidente, la persona que presida el remate o un miembro del Comité de Vigilancia de las Cotizaciones, podrán suprimir la cotización de un valor en determinada sesión, cuando, a su juicio, no represente la realidad del mercado.

Art. 95.- El acta de cotización se levantará con todas las formalidades de la de una sesión ordinaria de Consejo y será firmada por el Presidente y el Secretario o por quienes hagan sus veces. Podrán emplearse al efecto formularios impresos en los que se relacionen todos los valores inscritos.

Art. 96.- Los Agentes podrán hacerse acompañar en el Salón de Remates por un empleado, exclusivamente durante el tiempo en que el socio se encuentre en el Salón, debiendo el empleado permanecer en la caseta de teléfonos respectiva, portando el distintivo correspondiente, sin participar en ninguna forma en las operaciones de Bolsa.

Art. 97.- Queda estrictamente prohibida la entrada al recinto del Salón de Remates a cualquiera persona ajena a la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V., que no haya sido previamente autorizada por la Dirección.

Art. 98. - Los socios que deseen que un empleado pueda permanecer con ellos en la caseta correspondiente, dentro del Salón de Remates, lo darán a conocer por escrito a la Dirección para su aprobación, señalando el nombre de la persona, haciéndose plenamente responsable de la actuación y solvencia moral de la misma.

Art. 99. - Para el debido cumplimiento y observancia de este Reglamento, así como de los acuerdos tomados por el Consejo de Administración, la Dirección está facultada para sancionar, de acuerdo con el artículo 122 de este Reglamento, a aquellos miembros que, en alguna forma, violen los ordenamientos que, para la buena marcha de la Institución, se han dictado.

Art. 100. - La liquidación de las operaciones concertadas en Bolsa y la transferencia de valores y numerarios, se harán dentro de los plazos establecidos, a través de la oficina respectiva de la Bolsa, sujetándose a los siguientes puntos:

1. Las operaciones deberán liquidarse precisamente en la oficina de la Bolsa destinada al efecto, antes de las 12 horas del día siguiente a la fecha en que se efectúe cualquier transacción:

2. Los socios que se vean en la imposibilidad de liquidar sus operaciones dentro del tiempo establecido, deberán tener un arreglo con el interesado, poniendo ambas partes o solo la parte afectada, en conocimiento de la oficina liquidadora, el resultado de dicho arreglo, antes de la hora máxima establecida para las liquidaciones, a fin de que no se aplique la pena fijada.

3. Se aplicará una pena de $\frac{1}{2}\%$ en forma automática al corredor que no liquide sus operaciones dentro del plazo establecido para ello, quedando $1/4\%$ a favor de la Bolsa y $1/4\%$ a favor del Agente interésado, sin perjuicio de las demás sanciones que correspondan.

Art. 100-A. La aceptación, en las liquidaciones, de otro medio de pago que no sea numerario, será de exclusiva responsabilidad de la parte interesada o sea del Agente vendedor de los valores. Este especificará, en la boleta que formule para ser intercambiada conforme señala el artículo 67, su decisión de recibir numerario; de no hacerlo así, se considerará que aceptará el pago con cheque, en dado caso con responsabilidad del Agente que haya intervenido en la operación, ya porque éste sea el librador del cheque, su endosante o avalista.

Art. 101. - El Director vigilará que la liquidación de las operaciones se haga con la reserva y diligencia debidas. Salvo los Consejeros designados al efecto, ningún socio podrá hacer investigaciones sobre las liquidaciones.

Art. 102. - Para el cobro de los corretajes correspondientes a las operaciones en que intervengan, los socios se someterán al siguiente

ARANCEL

I

a) Títulos de renta fija, al corriente en sus servicios, 1/4 de punto sobre el valor nominal Comisión Mínima \$ 10.00.

b) Acciones Ordinarias de Sociedades de toda clase.

De \$ 1.00 a \$ 24.99 1% sobre el monto de la operación

De \$25.00 a \$ 74.99 3/4% sobre el monto de la operación

De \$75.00 en adelante 1/2% sobre el monto de la operación

Comisión mínima: \$ 12.50

II. Cualquiera otra operación o servicio se cobrará según convenio, previa autorización del Consejo de Administración, que podrá ser revocada por el mismo Consejo, cuando lo juzgue necesario.

Art. 103. - Los socios podrán:

I. Ejecutar las órdenes de otros Agentes sin exigir remuneración o percibiendo corretajes menores que los señalados en el Arancel.

II. Bonificar a los socios de otras Bolsas, legalmente constituidas en la República, el 50% del corretaje cobrado con motivo de las operaciones ejecutadas por su orden y siempre que exista reciprocidad.

Art. 104. - Por causas justificadas y por un tiempo que no exceda a dos semanas, un Agente de Bolsa podrá encargar a otro la ejecución, en su nombre, de órdenes que le hayan sido encomendadas. Para tal efecto, pedirá a la Dirección la autorización respectiva, señalando en la misma, el tiempo por el que queda autorizado el representante para efectuar dichas operaciones. El Agente así representado, tendrá todas las obligaciones que señala la Ley, su Reglamento y este Ordenamiento, tal como si él mismo hubiese operado directamente. El representante queda solidariamente obligado, en la misma forma que su representado, a responder por dichas operaciones como si fuesen propias.

Art. 105. - Tanto en las órdenes en firme como en las boletas que se intercambien al realizarse un hecho, el representante firmará dichos comprobantes, señalando con claridad su actuación como representante; de no hacerlo así, la operación le será considerada exclusivamente como personal.

Capítulo V

DE LOS SUSCRIPTORES

Art. 106. - Para dar cumplimiento al inciso 11, del artículo 13 de este Reglamento, se establece la calidad de Suscriptores para aque-

llas personas físicas a quienes el Consejo de Administración previamente autorice, en los términos y bajo las condiciones que a continuación se señalan. Se denominarán Sociedades Suscriptoras a aquellas personas morales a quienes el Consejo de Administración dé acceso a los servicios especiales de la Bolsa, de acuerdo con lo que disponen los artículos relativos de este Ordenamiento.

Art. 107. - Para ser suscriptor se requiere:

I. Que el interesado lo solicite por escrito firmado por él y por dos socios de la Bolsa, dirigido al Consejo de Administración.

II. Que se fije la solicitud en lugar visible, dentro del local de la Bolsa, por diez días hábiles, a fin de que cualquiera de los socios pueda oponerse a ella.

III. Que lo acuerde el Consejo de Administración, con vista del expediente respectivo.

IV. Que se pague la cuota de admisión.

Art. 108. - No podrán ser suscriptores las personas comprendidas en los casos del art. 14 de este Reglamento y aquellas a quienes el Consejo hubiere cancelado su inscripción.

Art. 109. - La presentación de la solicitud implica la aceptación incondicional de los Estatutos, Reglamento de la Bolsa y sus respectivas reformas. Por lo tanto, el suscriptor no podrá reclamar en juicio, ni fuera de él, las decisiones de las autoridades de la Bolsa.

Art. 110. - Los suscriptores no podrán, en ningún caso, hacer propuestas en las sesiones de la Bolsa, sino a través de los socios de la misma, a quienes deberán pagar por su intervención el 50% de las comisiones que cobren, de acuerdo con las que fija el Arancel exclusivamente en estas operaciones. Si la operación la cierra directamente con un Agente que esté haciendo alguna proposición, el Agente está

obligado a anunciar dicha transacción como operación cruzada, en cuyo caso deberá cubrir la comisión establecida.

Art. 111. - Los suscriptores tienen derecho:

I. A concurrir a los locales de la Bolsa, incluyendo el Salón de Remates, los días hábiles, durante las horas que permanezcan abiertos y a utilizar los muebles y servicios de la misma, para los fines a que estén destinados.

II. A enterarse en las oficinas de la Bolsa de la información que haya sobre los valores inscritos.

III. A recibir las publicaciones de la Bolsa bajo las mismas condiciones que los Agentes de Bolsa.

Art. 112. - Son obligaciones de los suscritores:

I. Otorgar y mantener íntegramente en vigor la fianza que señale el Consejo de Administración que, en ningún caso, será menor al valor que se reconozca a una acción ordinaria de las que forman o forman el capital de la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V., para garantizar las responsabilidades de tipo bursátil en que pueda incurrir.

II. Otorgar y mantener asimismo íntegramente en vigor una fianza, que no podrá ser inferior a \$ 10 000.00, como garantía principal de sus cuotas y multas y adicional de todas las obligaciones y responsabilidades bursátiles que le puedan ser imputables.

III. Cubrir con puntualidad las cuotas que señale el Consejo de Administración.

IV. Comunicar la ubicación de su oficina y de su residencia a la Dirección General de la Bolsa y notificarle inmediatamente cualquier cambio al respecto.

V. Solicitar por escrito de la Secretaría de la Bolsa, por lo me
nos 30 días antes de que venza su calidad de suscriptor, que se i-
nicien los trámites necesarios para ingresar como miembro accion
nista.

VI. Notificar desde luego a la Dirección General de la Institución,
cuando se encuentre en el caso del inciso I, del artículo 14 de este
Reglamento, para los efectos de su suspensión.

VII. Respetar las reglas de operación, usos y costumbres de la
Bolsa, así como los principios de caballerosidad y moralidad, en
todas las relaciones en las que intervengan, con motivo de operacion
es concertadas en el local de la misma.

VIII. Celebrar únicamente a través de los socios de la Bolsa, las
operaciones que realicen sobre valores cotizados en ella.

IX. Cumplir y liquidar las operaciones en las que intervengan,
puntualmente y en la forma y términos concertados, a través del Dep
artamento de Liquidaciones.

X. Las demás que impongan las Leyes y sus Reglamentos, los Es
tatutos de la Sociedad, este Ordenamiento y el Código de Etica Prof
fesional de los Agentes de Bolsa.

Art. 113.- Los suscriptores no podrán, en ningún caso, gozar de
esta calidad, por un lapso que exceda de un año, a partir de la fecha
de su ingreso.

Art. 114.- Si por cualquiera razón, perdiera su calidad de sus-
criptor, deberá mantener en vigor, durante un año, a partir de esa
fecha, las fianzas señaladas en los incisos I y II del artículo 112 de
este Reglamento.

Art. 115.- Para ser sociedad suscriptora se requiere:

I. Que lo solicite la sociedad interesada, por escrito firmado por

su representante legal y dos socios de la Bolsa, dirigido al Consejo de Administración de la misma. Si la solicitud proviene de una Institución de Crédito no se requerirá la firma de los dos socios de la Bolsa.

II. Que se fije la solicitud en lugar visible, dentro del local de la Bolsa, por diez días hábiles, a fin de que cualquiera de los socios pueda oponerse a ella.

III. Que lo acuerde el Consejo de Administración con vista del expediente respectivo.

IV. Que se pague la cuota de admisión.

Art. 116. - La presentación de la solicitud implica la aceptación incondicional de los Estatutos y Reglamentos de la Bolsa y sus respectivas reformas, por lo que, la sociedad suscriptora no podrá reclamar en juicio ni fuera de él, las decisiones de las autoridades de la Bolsa.

Art. 117. - Las sociedades suscritoras tienen derecho:

I. A concurrir a los locales de la Bolsa, incluyendo el Salón de Remates, los días hábiles, durante las horas que permanezcan abiertas y a utilizar los muebles y servicios de la misma para los fines a que están destinados.

II. A enterarse en las oficinas de la Bolsa, de la información que haya sobre los valores inscritos.

III. A recibir las publicaciones de la Bolsa, bajo las mismas condiciones que los Agentes.

Art. 118. - Las sociedades suscriptoras ejercerán sus derechos de tales, mediante uno o más representantes que al efecto designen; pero el Consejo de Administración se reserva admitir o rechazar al o a los representantes así nombrados. Sólo un representante por ca

da sociedad suscriptora, podrá concurrir al mismo tiempo a las sesiones de la Bolsa.

Art. 119. - Los representantes de las sociedades suscriptoras no podrán, en ningún caso, hacer propuestas en las sesiones de la Bolsa, sino a través de los socios de la misma, a quienes deberán pagar por su intervención, el 50% de las comisiones que cobren, de acuerdo con las que fija el Arancel, exclusivamente en estas operaciones.

Art. 120. - El Consejo de Administración cancelará los derechos de un suscriptor o de una sociedad suscriptora.

I. Por responsabilidad en delito del orden común o por falta grave contra el orden, la moral o los principios de caballerosidad, cometida en el local de la Bolsa por el suscriptor o el representante de la sociedad suscriptora, en su caso.

II. Por falta de pago de tres cuotas consecutivas.

III. Por contravenir lo dispuesto en cualesquiera de las disposiciones de este Reglamento, que le sean aplicables.

En los casos anteriores, el suscriptor o la sociedad suscriptora, perderá, en beneficio de la Bolsa, la cuota de inscripción y las cuotas mensuales que hubiere pagado.

Art. 121. - El suscriptor o la sociedad suscriptora, que cancele su suscripción voluntariamente, no podrá ser readmitido sino pasado un año, devolviéndosele la mitad de la cuota de admisión, si se separa dentro de los tres primeros meses después de la fecha en que empezó a gozar de tal carácter.

Capítulo VI

DE LAS SANCIONES

Art. 122. - El Consejo de Administración acordará la suspensión de un socio, por un plazo de 3 a 30 días:

I. Cuando deje de cubrir tres mensualidades de la cuota.

II. Cuando no comunique a la Secretaría de la Bolsa, en un plazo de tres días, los cambios de ubicación de su oficina o habitación.

III. Cuando, a juicio del Consejo, la fianza o garantías del socio dejaren de ser aceptables. Si la fianza se hiciere efectiva en todo o en parte y no fuere completada o repuesta por otra nueva, dentro de las 24 horas siguientes al aviso respectivo dado al socio por escrito; en este caso el Consejo podrá levantar la suspensión, si lo considera conveniente, al otorgársele nueva fianza a su satisfacción. Cuando las garantías adicionales a la fianza dejaren también de ser aceptables, el Consejo podrá exigir garantías similares o bien, si el caso lo amerita, aplicar lo ordenado en el artículo 122 A.

IV. Cuando no deposite su acción, en los términos de la fracción VIII, del artículo 22, de este Reglamento.

V. Cuando cometa una falta grave en el local de la Bolsa.

VI. Cuando se compruebe su falta de cumplimiento a un contrato hecho en la Bolsa.

VII. Cuando infrinja lo dispuesto en este Reglamento, sobre cobro de comisión, opere por cuenta propia o, en cualquiera otra forma grave, falte a la regla de operación vigente.

VIII. Cuando se compruebe que ha celebrado una operación con valores inscritos, fuera de las sesiones de la Bolsa o que la ha liquidado sin intervención de la oficina respectiva.

IX. Cuando, requerido por su cliente, deje de entregar la liquidación de la operación que efectúe por cuenta de él y la cédula a que se refiere el artículo 80 de este Reglamento, dentro de los dos días hábiles siguientes a la fecha en que se operó.

X. Cuando infrinja las obligaciones sobre contabilidad, que mencionan las fracciones XIV, XV, XVI y XVII del artículo 22 de este Reglamento.

XI. Cuando contravenga la prohibición de la fracción VI, del artículo 29 de este Ordenamiento.

XII. Cuando se encuentre en el caso de la fracción I, del artículo 14 de este Reglamento. En este supuesto, la suspensión se prolongará por todo el tiempo que dure el impedimento.

Art. 122. - A. El Consejo de Administración podrá suspender transitoriamente, sin señalar término, al Agente de Bolsa que llegare a encontrarse en cualquiera de los siguientes casos:

a) Que tenga abierto proceso penal por un delito patrimonial;

b) Que atraviese por una situación económica crítica, de tal naturaleza y gravedad que claramente resulte amenazada su solvencia como Agente de Bolsa. Se considerará que ocurre este caso, cuando el Agente sea propietario o administrador de empresas dedicadas a actividad bursátil o financiera, cuya situación crítica amenace seriamente la solvencia personal del Agente, en cuanto a tal;

c) Que públicamente sean conocidos hechos o situaciones de su vida privada, de tal manera graves y dañosos de la moral y buena fama, que perjudiquen el buen nombre de la Bolsa de Valores de México o la seriedad de las operaciones que en ella se celebren. Para decretar esas suspensiones, el Consejo deberá basarse en hechos objetivos y no en simples rumores.

Si la suspensión decretada por el Consejo, en cualesquiera de los casos antes mencionados, no es levantada por el mismo Consejo, antes de que se celebre una Asamblea General de Accionistas, en la Orden del Día de ésta, deberá ser incluido el punto relativo, a fin de que la Asamblea rectifique o ratifique la suspensión decretada por el Consejo.

Art. 123. - Serán separados de la Institución, los socios:

I. Que en contravención de la fracción III del artículo 29 de este Ordenamiento, concierten alguna operación nominal, sin transferencia de valores.

II. Que no cumplan un contrato celebrado en Bolsa, dentro de las 24 horas siguientes a la suspensión decretada, en los términos de la fracción VI del mencionado artículo 29.

III. Que lleguen a encontrarse en alguno de los casos previstos en las fracciones II, III, y IV, del artículo 14 de este Reglamento.

IV. Que traspasen su acción, faltando a lo dispuesto por el artículo 20 de este Ordenamiento.

V. Por falta grave cometida en el local de la Bolsa contra el orden, la moral, los principios de caballerosidad o por cualquier acto que, en forma ostensible, desacredite la profesión de Agente de Bolsa, violando el Código de Etica Profesional.

VI. Por falta de pago de seis mensualidades consecutivas de la cuota establecida, salvo que el socio se encuentre imposibilitado por enfermedad grave o se haya ausentado del Distrito Federal por ese plazo u otro mayor, habiendo dado aviso previo por escrito, de su salida, al Consejo de Administración.

VII. Que den motivo a una nueva suspensión, después de haber sido suspendidos tres veces.

Art. 124. - El Consejo de Administración, por voto de no menos de cinco de sus miembros, decretará la separación de un socio, en los casos de las fracciones I, II, III, y VII del artículo anterior. En los demás casos, corresponderá a la Asamblea General, por mayoría del 60% por lo menos, de las acciones representadas en ella, tomar la resolución respectiva.

Art. 125. - El Consejo de Administración podrá sancionar cualquiera de las faltas que cometa un Agente de Bolsa, aplicando las disposiciones contenidas en las cláusulas 6a., 7a. y 8a. de la escritura social; en el Código de Etica Profesional y en aquellas Leyes que, en alguna forma, se relacionen con la organización de la Bolsa y las facultades del mismo Consejo.

Art. 126. - Con el carácter de pena convencional, el Consejo estará autorizado para imponer multas hasta por \$ 1 000. 00, según su criterio, a los socios que falten a cualquiera de las obligaciones que se derivan de este Reglamento, sin perjuicio de las otras sanciones que sean procedentes.

Art. 127. - El Consejo de Administración, como tal, amonestará a los socios que hubieren cometido alguna falta no sancionable con la suspensión o separación, cualquiera que sea su gravedad.

Art. 128. - El Consejo de Administración podrá modificar, por acuerdos de carácter general, el presente Reglamento, en forma que no se oponga a las disposiciones contenidas en las Leyes y Ordenamientos aplicables.

TRANSITORIOS

Art. 1. - Las personas físicas que actualmente ostenta la calidad de suscriptores, deberán cumplir los requisitos establecidos por es

te Ordenamiento y, para dar cumplimiento al artículo 113 del mismo, el término en el que gozarán de esta calidad se empezará a computar a partir de la fecha en que el presente Reglamento haya entrado en vigor.

Art. 2. - Este Reglamento entrará en vigor a partir del 10. de junio de 1961.

LA BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR

La Sociedad "Bolsa de El Salvador, S.A.", se constituyó por escritura pública celebrada a las doce horas y treinta minutos del día 11 de diciembre de 1963, habiendo sido autorizada para operar como Bolsa de Valores, según Decreto Ejecutivo pronunciado en el Ramo de Economía el 27 de noviembre de 1964.

REGLAMENTO DE LA BOLSA DE EL SALVADOR

Capítulo I

OBJETO

Artículo 1o. - La Bolsa de El Salvador tiene, principalmente, los siguientes 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 constituidas;

III. - Acciones emitidas por sociedades legalmente constituidas;

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 autorizadas;

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 informaciones que

posea y que no sean de carácter confidencial sobre las entidades cuyos valores estén inscritos en la Bolsa.

Capítulo 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 constituidas 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 ₡50,000.00, o que a juicio de la Junta Directiva no den las suficientes seguridades financieras.

Artículo 4o. - Toda inscripción de acciones, bonos 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) 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 10. - 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.

Capítulo III

ADMINISTRACION Y DIRECCION

Artículo 11. - 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 12. - 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.

Capítulo 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 Secreta-

rio 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 este 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 será fijada por la Junta Directiva.

Artículo 16. - La Cámara de la Bolsa se reunirá cuando lo determinen 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 deban 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 aquello 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 excepciones 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 corresponde resolver en definitiva todos los negocios o diferencias entre la Bolsa y sus miembros.

Capítulo 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 corresponde 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 conveniencias 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 operaciones que celebren y que den fiel y oportuno cumplimiento a ellas;

f) Anular las operaciones cuyos precios se aparten visiblemente de las cotizaciones del mercado y averiguar los motivos a que esas operaciones hayan obedecido, para aplicar las sanciones a que hubiere lugar;

g) Vigilar el orden interno del establecimiento, para lo cual estarán a sus órdenes inmediatas todos los empleados;

h) Hacer salir del recinto destinado al público a las personas que falten al orden o que no guarden la debida compostura, pudiendo prohibírseles la entrada por el tiempo que estime conveniente. Del mismo modo el Gerente podrá prohibir la entrada de aquellas personas cuya asistencia a la barra considere inconveniente;

i) Ejercer las demás facultades que le confieran este reglamento, la Junta Directiva o la Cámara de la Bolsa.

Capítulo 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 si no 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 e inherentes al puesto. Por lo tanto todo traspaso, venta o cesión que se haga de un pusto, comprenderá los derechos que le corresponden en los nombrados Fondos y el dueño del Puesto no podrá disponer aisladamente de ninguno de esos derechos.

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

Capítulo 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 formalmen

te al ser aceptado, 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 dictadas por las autoridades de la Bolsa;

b) A la solicitud se acompañará 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 cua-

renta 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 directores 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 rueda.

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 observadores, por un período no menor de quince, ni mayor

de treinta días. El examen 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 constituídas 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 si no 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.

Capítulo 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.

Capítulo 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 comitante;

X. - Cerciorarse 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 negociados, precio, plazo, nombre del cliente o comitante 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, las correspondientes órdenes escritas de los respectivos comitentes. La constitución de las garantías especiales por los miembros que el reglamento exige para estas operaciones puede estimarse como una orden para ejecutarlas; y

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

Capítulo X

INCOMPATIBILIDAD Y PROHIBICIONES PARA LOS MIEMBROS DE LA BOLSA

Artículo 41. - Ningún miembro de la Bolsa puede comprar para sí tí tulos o valores que un comitente le haya encargado vender, ni ven- der al comitente títulos o valores propios o aquellos que éste le ha- ya comisionado para comprar salvo autorización expresa del comi- tente, que debe acreditarse ante el Gerente de la Bolsa. La contra vención a 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, ne gociar por cuenta propia, por sí o por interpósita persona, con valo- res o títulos que hacen la materia ordinaria de sus operaciones. Sin embargo, si por motivos ajenos a especulación, alguno de los miem- bros de la Bolsa desee adquirir o enajenar valores de los menciona dos, deberá comunicar la operación al Gerente de la Bolsa, el cual deberá llevar un archivo especial de las operaciones que hayan reali- zado por sí los Miembros.

Capítulo 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 pago oportuno de cualquier suma o cuota que a deuden 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 les 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 o 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 con 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 contradic

ción 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.

Capítulo 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 a poderados o con su colaboración de acuerdo con la limitación esta blecida en el artículo 36. Para que un apoderado sea admitido o re conocido como tal, es indispensable que reúna las mismas condicio nes 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 ten drán como del miembro de la Bolsa y ambos serán responsables so lidariamente de sus actuaciones en la Bolsa o fuera de ella, en asun tos relacionados con ésta y de las consecuencias comerciales, jurí dicas y de todo orden que se deriven de tales actuaciones. La Junta Directiva exigirá que el apoderado se constituya como representan te 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 represen tante 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 a 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, quedará 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 Miembro 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 solidariamente por las operaciones en que intervenga el autorizado. La autorización deberá darse por medio de comunicación escrita dirigida a la Gerencia.

Capítulo 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, pregonando sus

ofertas y demandas. Las horas oficiales de rueda serán las que de termine 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 precios res pectivos y publicadas 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 a ceptadas se harán en voz alta y serán anotadas en tableros a la vista del público o de otro modo semejante. Igualmente podrán transmitir se por sistemas mecánicos, eléctricos o electrónicos, previa aproba ción correspondiente.

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

Artículo 68. - Toda operación correspondiente a un "confor-
me" 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 és te en lugar de aquél, siempre que la firma se ponga inmediatamente.

Si no fuere así, el Miembro de la Bolsa que dio 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 siguientes 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 convengan;

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.

Capítulo XIV

OPERACIONES Y SU LIQUIDACION

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 moda

lidades.

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 pudiere 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 títulos correspondientes, con endoso en blanco.

Artículo 78.- Los pagos que hagan los miembros de la Bolsa, deberán efectuarse en dinero efectivo o en cheques girados por ellos, o por establecimientos bancarios. Cuando por circunstancias espe- ciales y previa autorización del Gerente, se reciban cheques de terceros, el miembro interesado deberá endosarlos y será solidariamente responsable del pago con el girador.

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

Artículo 80.- La Bolsa entregará a los miembros interesa- dos el comprobante, autorizado con la firma del Gerente y del liqui- dador, llevará el número del comprobante de transacción, y conten- drá este detalle: la fecha en que la transacción se celebró, el nombre del Miembro comprador o vendedor, la cantidad, la especie negocia- da, el precio, la comisión, los intereses cuando fuere el caso, el to

tal 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 libra al miembro vendedor de responsabilidad, en caso de que el título entregado esté pignorado o adolezca de 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 operación, 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 debe 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 o títulos y si no lo hiciere, se ordenará su expedición anombre del miembro comprador.

Capítulo XV

COTIZACIONES

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

a) De bonos, pagarés u obligaciones emitidas por los gobiernos nacional, 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.

Capítulo 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 al 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 reglamentarias de caja, salvo que se hubiere estipulado una opción de la cual se hiciere uso para liquidarlas antes de su vencimiento.

Artículo 86. - Siempre que en este reglamento se trata de aviso que la Bolsa deba 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 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.

Capítulo XVII

GARANTIAS

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.

Artículo 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 com

la Institución o por intermedio de ella, por transacciones bursátiles, préstamos de dinero o de valores, fianzas, descuentos, anticipos so
bre 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 medi-

da, 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 resulte de la liquidación. Si el miembro no la pagare dentro de 24 horas, para atender a tal pago se aplicarán las garantías constituídas 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 entregadas en forma tal, a juicio de la Bolsa, que ésta llegado el caso, pueda 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 constituya 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 la Institución 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.

Capítulo XVIII

TARIFAS Y COMISIONES

Artículo 98. - Los miembros de la Bolsa deberán cobrar a sus respectivos clientes compradores o vendedores una comisión so
bre todas las operaciones que por cuenta de ellos verifiquen confor
me 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 Institu
ción, 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 hagan postura en los remates del Martillo por cuenta de terceros, podrán exigir a éstos la comisión de comprador, si sin tener que abonar nada a la Bolsa por este concepto.

Capítulo XIX

FONDO DE GARANTIA SOLIDARIA DE MIEMBROS

Artículo 100. - El valor correspondiente al cinco por ciento de las utilidades de que trata la escritura social, para formar el Fon
do 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 correspondiera 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.

Capítulo 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 bo

letín diario, la Bolsa podrá hacer otras publicaciones que estime oportunas o interesantes.

Capítulo 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 o 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 ca

so el miembro es responsable de toda operación que celebre y deberá cumplirla sin que para ello sea excusa la renuncia o 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 miembros, 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 negociabilidad 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.

BIBLIOGRAFIA

- La Bolsa en España. - José Martínez de Ibarreta Oses.
- Curso de Crédito Mercantil y Bancario. - Julio de la Canal.
- Introducción al Derecho Mercantil Comparado. - Agustín Vicente y Gella.
- Tratado Elemental de Derecho Comercial. - Carlos C. Malagarriga.
- How to Buy Stocks. - Louis Engel.
- Derecho Mercantil. - Gabriel Avilés Cucurella & José María Pou de Avilés.
- Los Títulos de Crédito. - Agustín Vicente y Gella.
- Títulos y Operaciones de Crédito. - Raúl Cervantes Ahumada.
- Derecho Práctico Comercial. - José R. Acuña Montenegro.
- Derecho Comercial. - Rafael Eyzaguirre E.
- Curso de Derecho Mercantil. - Joaquín Rodríguez Rodríguez.
- Derecho Mercantil. - Roberto L. Mantilla Molina.
- Curso de Derecho Mercantil. - Joaquín Garriguez.
- Tratado de Derecho Mercantil. - Joaquín Garriguez.
- Tratado de Derecho Comercial Comparado. - Felipe de Sola Cañizares.
- Derecho Comercial. - Francisco J. Garo.
- Tratado del Derecho de las Sociedades. - Antonio Brunetti.
- Las Bolsas de Valores y Mercancías. - Arturo Morales Flores.
- Estudio Preliminar del Mercado de Valores en El Salvador y Perspectivas para la Creación de una Bolsa de Valores, presentado por el Instituto Centroamericano de Investigación Tecnológica Industrial.
- Código de Comercio Español Comentado. - R. Cay de Montellá.