

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**  
FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES  
SEMINARIO DE GRADUACIÓN EN CIENCIAS JURIDICAS AÑO 2006  
PLAN DE ESTUDIOS 1993



**LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES  
EN EL SALVADOR**

TRABAJO DE INVESTIGACION PARA OBTENER EL GRADO Y TITULO DE:  
**LICENCIADA EN CIENCIAS JURIDICAS**

Presentan:

**GABRIELAMARÍA LISSETH CASTANEDA CERÓN**

**LUISA ESMERALDA MOLINA TOCHEZ**

DOCENTE DIRECTOR DE SEMINARIO

**Dr. RUTILIO ANTONIO DÍAZ MARTÍNEZ**

CIUDAD UNIVERSITARIA, SAN SALVADOR, JULIO 2008

## **UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

MASTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SANCHEZ  
RECTOR

MASTER MIGUEL ANGEL PEREZ RAMOS  
VICERRECTOR ACADEMICO

MASTER OSCAR RENE NAVARRETE ROMERO  
VICERRECTOR ADMINISTRATIVO

LICENCIADO DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHAVEZ  
SECRETARIO GENERAL

DOCTOR RENE MADECADEL PERLA JIMENEZ  
FISCAL GENERAL

## **FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES**

DOCTOR JOSE HUMBERTO MORALES  
DECANO

MASTER OSCAR MAURICIO DUARTE GRANADOS  
VICEDECANO

LICENCIADO FRANCISCO ALBERTO GRANADOS HERNANDEZ  
SECRETARIO

LICENCIADA BERTHA ALICIA HERNANDEZ AGUILA  
COORDINADORA DE LA UNIDAD DE SEMINARIO DE GRADUACION

DOCTOR RUTILIO ANTONIO DIAZ MARTINEZ  
DOCENTE DIRECTOR DE SEMINARIO DE INVESTIGACION

## **AGRADECIMIENTOS DE GABRIELAMARIA LISSETH**

**A DIOS TODO PODEROSO**, Por darme el don de la vida, por permitirme culminar mi carrera y darme la oportunidad de convertirme en una profesional del derecho. Guíame Señor para ser una persona de bien para mi país.

**A MIS PADRES**, Por apoyarme y creer en mí, porque me dieron la libertad de elegir mi profesión y siempre fueron responsables para que pudiera alcanzar mis metas, no importando el sacrificio que ello implicara, este logro no hubiera sido posible sin ustedes ya que siempre han estado a mi lado cuando más los he necesitado. Muchas gracias.

**A MI FAMILIA**, a mis hermanos, mi abuela, mis tías y demás familia que se sienten orgullosos de mis triunfos y creen en mi, gracias por estar pendiente de mi carrera y apoyarme siempre. Este logro es por todos ustedes.

**A MI COMPAÑERA DE TESIS**, Porque en este proceso nos convertimos en verdaderas amigas, manteniendo siempre una buena relación de trabajo, donde nunca hubo discordia sino comprensión y respeto. Agradezco especialmente a tu familia por su amabilidad y por el apoyo que nos han brindado.

**A MIS AMIGOS**, Por regalarme tantos momentos de felicidad y por demostrarme su apoyo y el cariño sincero que me tienen. Gracias por compartir este triunfo conmigo.

## **AGRADECIMIENTOS DE LUISA ESMERALDA**

**A DIOS**, por regalarme la vida, por guiar mis pasos, permitirme escalar un peldaño más al terminar mi carrera, por los Ángeles que ha puesto en mi camino y por llenarme de bendiciones.

**A MIS PADRES**, por todo lo que hacen por mí, apoyarme, darme animo, por su sacrificio, por creer en mi y ayudarme a alcanzar una de mis metas, por desvelarse conmigo y ser ejemplo de superación para mi.

**A MIS HERMANAS Y ABUELITA**, por su comprensión, por el apoyo a lo largo de toda mi vida, por los buenos momentos y por sus especiales demostraciones de cariño.

**A TIA VITIA Y TIA PACITA**, por ayudarnos, motivarme escucharme y enviarme buenas vibras, **A TIO LUDIM Y TIO CHALIO**, por sus consejos, por su confianza y estar pendientes de mi y mi familia.

**A TI**, por estar ahí, y compartir este logro conmigo, por apoyarme a lo largo de la carrera y sobretodo, por la paciencia, por escucharme, por aceptarme tal como soy y quererme.

**A GABY**, por hacer entretenidos los desvelos, por la confianza al elegirme tu compañera de Tesis, y sobretodo por regalarme su amistad. **A TU FAMILIA**, por abrirme las puertas de su casa y hacerme sentir uno más de la familia.

**A MIS AMIGOS**, por el cariño, por estar ahí aunque no estén de acuerdo, por todo lo que hemos compartido, por el apoyo y la compañía a lo largo de todos estos años.

**A MIS GORDOS**, por ser mis fieles compañeros de desvelo.

## INDICE

INTRODUCCIÓN.....	i
-------------------	---

### CAPITULO I

#### TEORIA GENERAL DE LOS TÍTULOS VALORES

<b>1.1 ANTECEDENTES HISTORICOS DE LOS TITULOS VALORES EN EL SALVADOR ....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 CONCEPTO Y DEFINICION DE TÍTULO VALOR.....</b>	<b>7</b>
1.2.1 Concepto de Título Valor.....	8
1.2.2 Definición de Título Valor .....	10
<b>1.3 CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS VALORES.....</b>	<b>13</b>
1.3.1 Legitimación.....	14
1.3.2 Literalidad.....	15
1.3.3 Autonomía.....	17
1.3.4 Incorporación.....	19
1.3.5 Circulación.....	21
1.3.6 Abstracción .....	21
<b>1.4 CLASIFICACION DE LOS TITULOS VALORES.....</b>	<b>23</b>
1.4.1 Atendiendo a la Ley de Circulación.....	23
1.4.2 Por su Relación con la Causa .....	24
1.4.3 Según la Naturaleza del Documento.....	25
1.4.4 Desde el Punto de Vista de la Forma de Emisión.....	26
<b>1.5 FORMAS DE TRADICION DE LOS TITULOS VALORES.....</b>	<b>26</b>
1.5.1 Endoso .....	29
1.5.1.1 Requisitos del Endoso .....	30
1.5.1.2 Clases de Endoso.....	30
1.5.2 Transferencia por Recibo.....	36
1.5.3 Cesión Ordinaria de Derecho .....	37
1.5.3.1 Diferencias entre Endoso y Cesión .....	39
1.5.4 Transferencia por Medios Electrónicos .....	41
1.5.5 Transmisión por Causa de Muerte.....	44

<b>1.6 LOS TITULOS VALORES EN LA LEGISLACIÓN SALVADOREÑA.....</b>	<b>47</b>
1.6.1 <i>La Letra de Cambio</i> .....	48
1.6.1.1 Requisitos .....	49
1.6.2 <i>Las Acciones de Sociedades</i> .....	50
1.6.2.1 La Acción como parte Alícuota del Capital Social.....	50
1.6.2.2 La Acción como el Conjunto de Derechos del Accionista.....	51
1.6.2.3 La Acción como Título Valor que Ampara o Representa la Parte Alícuota del Capital Social o el Conjunto de Derechos del Accionista .....	52
1.6.2.4 Requisitos de las Acciones .....	52
1.6.2.5 Clasificación de las Acciones.....	53
1.6.3 <i>Bonos u Obligaciones Negociables</i> .....	54
1.6.3.1 Personas que Pueden Emitir Bonos .....	55
1.6.3.2 Contenido de los Bonos .....	56
1.6.4 <i>Certificado Fiduciario de Participación</i> .....	57
1.6.4.1 Requisitos del Certificado Fiduciario de Participación.....	57
<b>1.7 TITULOS NEGOCIABLES EN LA BOLSA DE VALORES .....</b>	<b>58</b>
1.7.1 <i>Eurobonos</i> .....	62
1.7.2 <i>Bonos del Tesoro</i> .....	63
1.7.3 <i>Bonos BC</i> .....	65
1.7.4 <i>Bono Convertible en Acciones</i> .....	66
1.7.5 <i>Acciones</i> .....	67
1.7.6 <i>Acciones Preferidas</i> .....	68
1.7.7 <i>Certificados Negociables de Liquidez</i> .....	69
1.7.8 <i>Certificados de Inversión</i> .....	70
1.7.9 <i>Letras de Cambio Bursátiles</i> .....	72
1.7.10 <i>Letras del Tesoro</i> .....	73
1.7.11 <i>Papel Bursátil</i> .....	75
1.7.12 <i>CEFES</i> .....	75

## CAPITULO II

### DE LA DESMATERIALIZACION DE TÍTULOS VALORES

<b>2.1 IMPORTANCIA DE LA DESMATERIALIZACIÓN A NIVEL NACIONAL E INTERNACIONAL .....</b>	<b>77</b>
2.1.1 <i>Ventajas de la desmaterialización de Títulos Valores .....</i>	80
2.1.1.1 Beneficios de la Desmaterialización de Acciones.....	83
<b>2.2 DESMATERIALIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES.....</b>	<b>86</b>
2.2.1 <i>Definición de Desmaterialización de Títulos Valores.....</i>	86
2.2.2 <i>Evolución del Proceso de Desmaterialización .....</i>	88
2.2.2.1 Inmovilización de los Títulos Valores o Desmaterialización del proceso de transmisiones.....	92
2.2.2.2 Depósito de Emisiones o Macrotítulo.....	94
2.2.2.3 Desmaterialización total de los Títulos Valores .....	95
2.2.3 <i>Proceso de Desmaterialización de Títulos Valores en El Salvador.....</i>	96
2.2.4 <i>Clasificación de la Desmaterialización de Títulos Valores.....</i>	101
2.2.4.1 La Acción en Sentido Único.....	101
2.2.4.2 Inscripción Fiduciaria de Títulos ante un Ente Central .....	101
2.2.4.3 Desmaterialización de la Circulación.....	101
2.2.4.4 Desmaterialización Total Facultativa.....	102
2.2.4.5 Desmaterialización Total Obligatoria .....	102
2.2.5 <i>Características de los Valores Susceptibles de ser Desmaterializados.....</i>	103
2.2.5.1 Negociabilidad.....	105
2.2.5.2 Agrupación en Emisiones.....	107
<b>2.3 ANOTACIONES EN CUENTA.....</b>	<b>108</b>
2.3.1 <i>Evolución Histórica de las Anotaciones en Cuenta .....</i>	110
2.3.1.1 La Depotgesetz Alemana .....	110
2.3.1.2 Sistema Francés.....	111
2.3.1.3 Sistema Español .....	113
2.3.1.4 Sistema Italiano.....	115
2.3.1.5 Uncitral .....	116
2.3.2 <i>Evolución de la Anotaciones en Cuenta en El Salvador .....</i>	117
2.3.3 <i>Definición de Anotaciones en Cuenta.....</i>	119
2.3.4 <i>Emisión de Títulos Valores Desmaterialización.....</i>	119

<b>2.4 FORMAS DE TRANSFERENCIA Y CONSTITUCION DE GRAVAMENES SOBRE VALORES NEGOCIABLES .....</b>	<b>124</b>
<i>2.4.1 Formas de Transferencia de Valores Negociables .....</i>	<i>124</i>
2.4.1.1 Compraventa .....	124
2.4.1.2 Donación .....	124
2.4.1.3 Transmisión por Causa de Muerte .....	125
2.4.1.4 Dación en Pago.....	127
<i>2.4.2 Constitución de Gravámenes sobre Valores Negociables .....</i>	<i>129</i>
2.4.2.1 Prenda .....	129
2.4.2.2 Embargo.....	134
<i>2.4.3 Inembargabilidad de Valores en Administración .....</i>	<i>136</i>

### **CAPITULO III**

#### **TITULOS VALORES DESMATERIALIZADOS Y LOS ASPECTOS BÁSICOS DE SU NEGOCIABILIDAD**

<b>3.1 SISTEMAS Y MERCADOS FINANCIEROS .....</b>	<b>137</b>
3.1.1 <i>Concepto y Denominación de Mercado de Capitales .....</i>	<i>139</i>
3.1.2 <i>Importancia del Mercado de Capitales en la Economía Nacional .....</i>	<i>142</i>
<b>3.2 ENTES QUE INTERVIENEN EN LAS OPERACIONES REALIZADAS MEDIANTE TITULOS VALORES DESMATERIALIZADOS .....</b>	<b>144</b>
3.2.1 <i>La Bolsa de Valores.....</i>	<i>144</i>
3.2.1.1 <i>Función de la Bolsa de Valores .....</i>	<i>145</i>
3.2.1.2 <i>Composición del Mercado .....</i>	<i>146</i>
3.2.2 <i>Las Casas Corredoras de Bolsa .....</i>	<i>147</i>
3.2.3 <i>Emisores.....</i>	<i>148</i>
3.2.4 <i>Inversionista.....</i>	<i>149</i>
3.2.5 <i>La Superintendencia de Valores.....</i>	<i>151</i>
3.2.6 <i>Las Clasificadoras de Riesgo .....</i>	<i>151</i>
3.2.7 <i>La Central de Depósito de Valores.....</i>	<i>153</i>
3.2.8 <i>Auditores Externos.....</i>	<i>154</i>
3.2.9 <i>Bancos Liquidadores .....</i>	<i>155</i>
<b>3.3 FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO Y BOLSA DE VALORES.....</b>	<b>156</b>
3.3.1 <i>Mercado de Valores.....</i>	<i>156</i>
3.3.2 <i>Bolsa de valores.....</i>	<i>157</i>

<b>3.4 FORMA DE NEGOCIACION DE LOS TÍTULOS VALORES DESMATERIALIZADOS</b>	<b>158</b>
3.4.1 <i>Negociación Electrónica</i>	158
3.4.1.1 SIBE	158
3.4.1.2 SINEVAL	160
3.4.2 <i>Negociación a Viva Voz</i>	162
<b>3.5 REGISTROS BURSATILES</b>	<b>165</b>
3.5.1 <i>Registro Público Bursátil</i>	165
3.5.2 <i>Registro Electrónico de Depósito de Emisiones</i>	166
3.5.2.1 Registro de Emisiones	167
3.5.2.2 Registro de Emisiones del Estado y Banco Central de Reserva	167
3.5.2.3 Registro de Emisiones no Inscritas en Bolsa	168
3.5.2.4 Registro de Tramos	168
3.5.3 <i>Registro Electrónico de Cuentas de Valores</i>	168
<b>3.6 PRINCIPIOS REGISTRALES APLICABLES A LOS REGISTROS BURSATILES</b>	<b>170</b>
<b>3.7 SISTEMAS DE SEGURIDAD DE LA BOLSA DE VALORES Y DE CEDEVAL</b>	<b>174</b>
3.7.1 <i>Bolsa de Valores</i>	174
3.7.2 <i>Central de Depósito de Valores (CEDEVAL)</i>	175
<b>3.8 MATERIALIZACIÓN DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA</b>	<b>176</b>

## **CAPITULO IV**

### **INCIDENCIA DE LAS ANOTACIONES EN CUENTA EN LA TEORÍA GENERAL DE LOS TÍTULOS VALORES**

<b>4.1 UN NUEVO CONCEPTO DE VALOR</b>	<b>179</b>
<b>4.2 VIGENCIA DE LOS PRINCIPIOS TRADICIONALES DE LOS TÍTULOS VALORES FRENTE A LAS ANOTACIONES EN CUENTA</b>	<b>184</b>
4.2.1 <i>Legitimación</i>	185
4.2.2 <i>Incorporación</i>	188
4.2.3 <i>Literalidad</i>	190
4.2.4 <i>Autonomía</i>	191
4.2.5 <i>Circulación</i>	193
4.2.6 <i>Abstracción</i>	194
<b>4.3 CLASIFICACION DE LA ANOTACIONES EN CUENTA, A LA LUZ DE LA TEORIA GENERAL DE LOS TITULOS VALORES</b>	<b>195</b>

<b>4.4 COMPARACIÓN ENTRE LA FORMAS DE TRANSFERENCIA, CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES Y MEDIDAS CAUTELARES SOBRE VALORES NEGOCIABLES Y TÍTULOS VALORES FÍSICOS.....</b>	<b>196</b>
<b>4.5 NUEVA CLASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES .....</b>	<b>198</b>
<i>4.5.1 Tesis de la Diferenciación.....</i>	<i>198</i>
<i>4.5.2 Tesis de la Asimilación al Derecho Registral.....</i>	<i>199</i>
<i>4.5.3 Tesis de la Asimilación a los Títulos Valores.....</i>	<i>199</i>
<b>CAPITULO V</b>	
<b>CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES</b>	
<b>5.1 CONCLUSIONES .....</b>	<b>201</b>
<b>5.2 RECOMENDACIONES .....</b>	<b>202</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>204</b>

## ABREVIATURAS Y SIGLAS UTILIZADAS

AFP	Administradora de Fondos de Pensiones
BCR	Banco Central de Reserva
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BMI	Banco Multisectorial de Inversiones
BOLCEN	Asociación de Bolsas de Comercio de Centro América
BVES	Bolsa de Valores de El Salvador
C	Código Civil
CAFTA	Dominican Republic-Central America Free Trade Agreement
CCDVT	Caisse Centrale de Dépôts et Veriments de Titres
CD	Consejo Directivo
CEDEVAL	Central de Deposito de Valores
CEFES	Certificados Fiduciarios de Educación, Paz Social y Seguridad Ciudadana
CENELI	Certificados Negociables de Liquidez
Cn.	Constitución de la República
Com.	Código de Comercio
D.E.	Decreto Ejecutivo
D.L.	Decreto Legislativo
D.O.	Diario Oficial
EDI	Electronic Data Interchange
FOMIN	Fondo Multisectorial de Inversiones
FUSADES	Fundación Salvadoreña para el Desarrollo Económico y Social
ICC	Iniciativa de la Cuenca del Caribe

IP	Internet Protocol
JD	Junta Directiva
LAEVC	Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta
LETES	Letras del Tesoro
LMV	Ley del Mercado de Valores
MH	Ministerio de Hacienda
SAFI	Sistema de Administración Financiera del Estado
SECAV	Sistema Electrónico de Custodia y Administración de Valores
SELIB	Sistema Electrónico de Liquidación Bursátil
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Electrónica
SICOVAM	Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobiliers
SINEDI	Sistema de Negociación Electrónico de Divisas
SINEVAL	Sistema de Negociación de Valores
SUPERVAL	Superintendencia de Valores
SWIFT	Society for World – Wild Interbank Financial Telecommunications
TLC	Tratado de Libre Comercio
UNCITRAL	United Nations Commission on International Trade Law
VENTAVAL	Software del Banco Central utilizado para monitorear la compra de valores en mercado primario

## INTRODUCCIÓN

La tesis que ahora sometemos a consideración, tiene como objetivo presentar un estudio de carácter documental sobre la desmaterialización de los títulos valores en El Salvador; dada su reciente regulación en el marco legal salvadoreño, es muy escasa la información dentro del acervo bibliográfico con que cuentan las principales bibliotecas de nuestro país sobre este sobre este tema; es por esta razón que pretendemos que este trabajo constituya una fuente de consulta para todos aquellos estudiosos del derecho interesados en el tema.

La investigación, comienza sentando las bases sobre la cual se desarrolla la teoría general de los títulos valores, por ello hacemos una breve referencia al origen de los títulos valores en nuestro país, para posteriormente determinar sus características o principios básicos, así como su clasificación y formas de tradición, estableciendo cuales títulos son aptos para ser negociados en la bolsa de valores, que es donde opera la desmaterialización de Títulos Valores.

Posteriormente, establecemos que es la desmaterialización de los títulos valores, cual es su importancia, las ventajas que ofrece, la evolución histórica que ha tenido tanto a nivel internacional como nacional, determinando que requisitos deben reunir los títulos valores para ser desmaterializados, ya que no todos pueden serlo; hacemos referencia al concepto de anotación en cuenta, la cual se constituye

como una nueva forma de representación de los valores, permitiendo un nuevo proceso de transferencia y constitución de gravámenes sobre estos valores .

Hacemos referencia al ámbito dentro del cual se desarrolla la desmaterialización de los títulos valores, estableciendo los aspectos básicos de su negociabilidad dentro del mercado de valores, determinando la participación de los entes que intervienen en las negociaciones de los títulos valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como los sistemas de negociación que existen al respecto y los distintos registros en los cuales se documentan las mismas.

Finalmente exponemos la incidencia que la desmaterialización ha tenido sobre la teoría general de los títulos valores, estableciendo la vigencia de los principios tradicionales sobre los cuales se funda; y finalmente determinando si estamos frente a una nueva clasificación de Títulos Valores o solamente es una adaptación del concepto tradicional de título valor.

# **CAPITULO I**

## **TEORIA GENERAL DE LOS TÍTULOS VALORES**

**Sumario:** 1.1 ANTECEDENTES HISTORICOS DE LOS TITULOS VALORES EN EL SALVADOR. 1.2 CONCEPTO Y DEFINICION DE TÍTULO VALOR. 1.2.1 Concepto de Título Valor. 1.2.2 Definición de Título Valor 1.3 CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS VALORES. 1.3.1 Legitimación. 1.3.2 Literalidad. 1.3.3 Autonomía. 1.3.4 Incorporación. 1.3.5 Circulación. 1.3.6 Abstracción. 1.4 CLASIFICACION DE LOS TITULOS VALORES 1.5 FORMAS DE TRADICION DE LOS TITULOS VALORES. 1.5.1 Endoso 1.5.2 Transferencia por Recibo. 1.5.3 Cesión Ordinaria de Derecho. 1.5.4 Transferencia por Medios Electrónicos. 1.5.5 Transmisión por Causa de Muerte. 1.6 LOS TITULOS VALORES EN LA LEGISLACIÓN SALVADOREÑA. 1.6.1 La Letra de Cambio. 1.6.2 Las Acciones de Sociedades. 1.6.3 Bonos u Obligaciones Negociables. 1.6.4 Certificado Fiduciario de Participación. 1.7 TITULOS NEGOCIABLES EN LA BOLSA DE VALORES. 1.7.1 Eurobonos. 1.7.2 Bonos del Tesoro. 1.7.3 Bonos BC. 1.7.4 Bono Convertible en Acciones. 1.7.5 Acciones. 1.7.6 Acciones Preferidas. 1.7.7 Certificados Negociables de Liquidez. 1.7.8 Certificados de Inversión. 1.7.9 Letras de Cambio Bursátiles. 1.7.10 Letras del Tesoro. 1.7.11 Papel Bursátil. 1.7.12 CEFES

### **1.1 ANTECEDENTES HISTORICOS DE LOS TITULOS VALORES EN EL SALVADOR**

Para establecer los antecedentes históricos de los Títulos Valores en El Salvador, se debe remontarse a la época Colonial, pues, desde que América se convirtió en colonia Española, se estuvo a las leyes de ese país.

En 1821, se firma el acta que independiza a las colonias de la Corona Española, pero El Salvador se opone a la conexión de Centroamérica al Imperio de Iturbide (Republica Mexicana), y en 1822 es invadido por las tropas mexicanas y obligadas a incorporarse.

Al derrumbarse el Imperio de Iturbide, los países centroamericanos se separan de México y constituyen la Federación de las Provincias Unidas del Centro de América. Es hasta 1823 que esta se concretiza, promulgando el 12 de Junio de 1824 la primera Constitución de Centroamérica.

En 1841, La Asamblea Nacional proclama la separación de la Federación de las Provincias Unidas y surge El Salvador como Republica Independiente, promulgando su primera Constitución el 1 de febrero de 1842.

Pero, durante la etapa de transición, de colonia española a nación independiente (Federación de Estados Centroamericanos), no se contaba con un ordenamiento jurídico propio, por lo tanto, se continuaba aplicando los Decretos Reales,<sup>1</sup> para no caer en un vacío legal, mientras se redactaban las primeras leyes de la nueva nación.

El 30 de mayo de 1829, es decretado el Código de Comercio de España, con el objetivo de dar al comercio un sistema de legislación uniforme, completo y fundado sobre los principios inalterables de la justicia y las reglas seguras de la convivencia del mismo comercio.<sup>2</sup>

Este Código, ocupa un lugar distinguido entre los monumentos legales de nuestra historia, por ser uno de los más perfectos y que mejor respondían a las necesidades de la época en que se formó;<sup>3</sup> por tanto es adoptado por la Federación de Estados Centroamericanos.

El 1° de mayo de 1882, se aprueba el primer Código de Comercio de El Salvador<sup>4</sup>, en el cual se retomaron las disposiciones del Código de

---

<sup>1</sup> Los Decretos Reales, eran las leyes emanadas de los Reyes de España, y que, durante todo el tiempo que América fue colonia española se aplicaron, es decir desde 1492 hasta 1823, fecha en la cual se decreta la Primera Constitución Política de la Federación de Estados Centroamericanos.

<sup>2</sup> VIANA, J.; “*Código de Comercio, Decretado, Sancionado y Promulgado en 30 de mayo de 1829*”, Tomo I, Ed. Madrid, España, 1829, Pág. 5. En noviembre de 1827, el Jurista Pedro Sainz de Andino, ofreció al Rey Fernando VII, redactar el Primer Código de Comercio de España, pero fue hasta el 30 de mayo de 1829 en que se decreto, aprobó y promulgo el nuevo Código de comercio formado por 1219 artículos.

<sup>3</sup> DELGADO, M.; CARRANZA, T.; MARTINEZ SUAREZ, F.; “*Informe de la Comisión de Legislación para el Señor Secretario del Supremo Tribunal de Justicia*”, 1ª ed. Imprenta Nacional, El Salvador, 1904, Pág. III y IV. Los autores plantean que este Código había llegado a ser, por el transcurso del tiempo y por la creación y desarrollo de importantes instituciones mercantiles y medio de comunicación, oscuro en muchos aspectos por lo que en 1869, se revisa y crea un nuevo Código De Comercio en España.

<sup>4</sup> *Código de Comercio de la Republica de El Salvador de 1882*, Nueva Edición, Tipografía “LA LUZ”, El Salvador, 1893, Pág. 1. Fue redactado por José Trigueros, Antonio Ruiz y Jacinto Castellanos y estaba compuesto por 1408 artículos.

Comercio Español de 1829. A pesar del desfase que este Código había tenido y de las modificaciones que le hiciera España en 1869.

En este Código de Comercio, no existía un título dedicado a los Títulos Valores,<sup>5</sup> en el Título XI denominado “Del Contrato de Cambio y de las Letras de Cambio”, solamente se regulaban de una forma vaga y somera la Letra de Cambio, Libranzas, Vales o Pagares a la Orden y Cartas de Crédito.

En cuanto a las acciones establecen que estas serán nominales o al portador, cada una de éstas podrá subdividirse en cupones de un valor igual y ser canceladas por lo menos en una cuarta parte de su importe.<sup>6</sup> El art. 966 regula el conocimiento o Póliza de carga.<sup>7</sup>

Debido al avance del Comercio, el Código de Comercio de 1882 se había quedado estacionado y muchas de sus disposiciones no correspondían a los progresos de las ciencias jurídicas y al desarrollo de la industria mercantil, fue necesario reformar completamente el Código de Comercio, tarea que fue encargada por la Comisión de Legislación de la Asamblea Legislativa de El Salvador, a los Señores Manuel Delgado, Teodosio Carranza y Francisco Martínez Suárez.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> El Término Título Valor, surge a principios del siglo XX, en la doctrina alemana y es parte de la Teoría Moderna del Derecho Mercantil. A finales del siglo XIX, se les conocía como “Papel Comercial”; sobre este tema se hará relación mas adelante.

<sup>6</sup> *Código de Comercio de la Republica de El Salvador de 1882*, El Salvador, 1893. En los art. 347 al 363 se regulan las acciones estableciendo que el fondo social se dividirá en acciones; dividido el fondo social en acciones de capital y acciones de industria, se formarán dos series, y cada acción enunciará la serie a la que pertenezca y el número que en ella corresponda. Las acciones de industria permanecerán depositadas en la caja social hasta que el socio industrial haya cumplido su empeño.

<sup>7</sup> En este Código, se regula el Conocimiento o Póliza de Carga, que es el termino con el que se le conocía a lo que hoy llamamos Conocimiento de Embarque, definiéndolo como la escritura privada en que el capitán y cargador reconocen el hecho del embarque de las mercaderías y expresan las condiciones del transporte convenido.

<sup>8</sup> DELGADO, M.; CARRANZA, T.; MARTINEZ SUAREZ, F.; “Informe de la Comisión de Legislación...” Op. Cit. Pág. 4. En el Informe, se establece que el 23 de marzo de 1903, se entrego el

El 17 de marzo de 1904 se aprobó el Decreto Legislativo que declara Ley de la República el Código de Comercio y apareció publicado el 4 de Julio en el Tomo 57, num. 156 del Diario Oficial de El Salvador.<sup>9</sup>

En este Código de Comercio, se tomaron en cuenta los criterios más avanzados en cuanto a legislación mercantil se refiere, adoptados por otros países.<sup>10</sup> Entre las innovaciones que se hicieron estuvo,<sup>11</sup> la creación del Título VIII denominado de las Letras de Cambio o Libranzas y Cheques, en donde se modifica sustancialmente las disposiciones referentes a las Letras de Cambio, suprimiendo la diferencias entre estas y las Libranzas.

En cuanto a las acciones, establece que su valor nominal no puede ser inferior a cien pesos, salvo excepciones en que se autorice lo contrario;<sup>12</sup>

---

Proyecto de Código de Comercio, al Secretario del Supremo Tribunal de Justicia, para que el lo presentara ante la Asamblea Legislativa para su respectiva discusión; El 11 de marzo de 1904, se discutió en la Asamblea Legislativa el proyecto de Código de Comercio y fue aprobado el 17 de marzo de ese mismo año. Estableciendo que entraría en vigencia 15 días después de publicado el Decreto en el Diario Oficial; pero es hasta el 4 de julio de ese mismo año que es publicado en el Diario Oficial, tomo 57, num. 156

<sup>9</sup> DELGADO, M.; CARRANZA, T.; MARTINEZ SUAREZ, F.; “*Nuevo Código de Comercio de la Republica de El Salvador*”, Imprenta Nacional, 2da. Edición, El Salvador, 1904. Pág. 3. En la Exposición de motivos se establece que sirvieron de guía varios Códigos Modernos de Europa y América, entre ellos el de Chile, y Principalmente el Italia de 1866, España 1869 y el de Portugal de 1888.

<sup>10</sup> El propósito principal fue dar al Código de Comercio un verdadero carácter de ley especial, dejando, como deben dejarse, para el Código Civil, las disposiciones generales sobre actos y conflictos en sus diferentes y múltiples manifestaciones, se ha tratando en el Código Mercantil únicamente de aquellas excepciones peculiares del comercio que, por su índole y naturaleza particular, no se ha creyó conveniente regular en el derecho común

<sup>11</sup> DELGADO, M.; CARRANZA, T.; MARTINEZ SUAREZ, F.; “*Nuevo Código de Comercio...*” Op. Cit. Pág. 9. Los autores menciona algunas de las innovaciones que dieron en. Código de Comercio de 1904, entre ellas regulación de la fusión y prorroga de sociedades, aumento y disminución de capital, se reconocieron las Sociedades Cooperativas y se adoptaron varias de las disposiciones del Código de Portugal sobre la Cuenta Corriente.

<sup>12</sup> *Código de Comercio de la Republica de El Salvador de 1904*. Art. 244 inc. 5°. “Si se trata de empresas de interés común y en consideración a las necesidades publicas el Poder Ejecutivo puede autorizar la emisión de acciones con un valor nominal no menor de 25 pesos. Igual autorización puede otorgarse cuando el Estado o una Corporación Publica hayan garantizado un interés determinado sobre las acciones de una empresa”.

también se reglamento por primera vez el mandato de pago o Cheque en el Capítulo II del Título VIII; y en leyes especiales se regulo el certificado de depósito y el bono de prenda.

Después de 55 años de vigencia del Código de Comercio de 1904 y de algunas pocas reformas a este, El Salvador se vio en la necesidad de actualizar su legislación en materia mercantil, es por eso, que en 1959 es elaborado por el Ministerio de Justicia el Proyecto de Código de Comercio.<sup>13</sup>

Fue finalmente aprobado por la Asamblea Legislativa, con algunas reformas, el 8 de mayo de 1970, sancionado el 26 de mayo de 1970 y publicado en el Diario Oficial N° 140. Tomo 228 del 31 de julio de 1970.<sup>14</sup> El nuevo código de 1970, incorpora algunas leyes que de forma dispersa complementaban en el Código de Comercio de 1904.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> MINISTERIO DE JUSTICIA “*Proyecto de Código de Comercio de la República de El Salvador*”, Publicación del Ministerio de Justicia, 1ª Edición, El Salvador, 1959. Pág. V. En la exposición de Motivos de este Proyecto, se establece que la necesidad de un nuevo Código responde a la no correspondencia entre la actividad mercantil y la regulación jurídica.

<sup>14</sup> ASAMBLEA LEGISLATIVA, Decreto 671, “*Código de Comercio de la República de El Salvador*”, 2da. Ed. Imprenta Nacional, El Salvador, 1970. Pág. 15- 17. Según la exposición de motivos de este Código de Comercio, en el, se han sentado con mayor precisión las bases fundamentales del derecho mercantil, inspirado, en las doctrinas modernas, prescindiendo de la inarticulada enumeración de los actos de comercio y determinando con mayor claridad la naturaleza de ellos. Además se introducen nuevas figuras entre ellas, la Sociedad de Responsabilidad Limitada, la Empresa Individual de Responsabilidad Limitada, el Certificado Fiduciario de Participación y una regulación especial sobre Arbitraje Voluntario, también se reconocen figuras que se utilizaban en la práctica como las Clases Especiales de Cheques.

<sup>15</sup> Estas leyes son : LEY DE ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO, promulgada por Decreto Legislativo de 11 de noviembre de 1938, publicado en el Diario Oficial del 16 de noviembre de 1938; LEY DE PRENDA AGRARIA, GANADERA O INDUSTRIAL, promulgada por Decreto Legislativo de 24 de octubre de 1933, publicado en el Diario Oficial del 31 de octubre de 1933.; LEY DE AHORRO VOLUNTARIO EN LOS BANCOS DE EMISION”, promulgada por Decreto Legislativo de 2 de mayo de 1928, publicado en el Diario Oficial del 6 de junio de 1928.; LEY DE FIDEICOMISOS”, promulgada por Decreto Legislativo de 12 de noviembre de 1937, publicado en el Diario Oficial del 1º de diciembre de 1937 (nueva publicación) y LEY DE EMPRESAS DE CAPITALIZACION, promulgada por Decreto Legislativo de 2 de octubre de 1935, publicado en el Diario Oficial del 7 de octubre de 1935.

La legislación utilizada como antecedente para la elaboración del Código fue la Constitución Política de El Salvador de 1950, el Código de Comercio de 1904 y las leyes especiales que lo complementaban, el Código de Comercio de 1950 de la República de Honduras, el Código de Comercio Mexicano de 1889, así como el Código de Comercio de Argentina y España.

La doctrina en que se inspira el Código de Comercio de El Salvador de 1970, para el desarrollo de algunas materias es el moderno Derecho Mercantil Italiano. Dos son los principios que sirven de base al Código, el que considera los actos de comercio como los efectuados en masa, y el que considera el derecho mercantil como el derecho de empresa.

El Código de Comercio de 1970, en Título II del Libro III, regula lo relativo a Títulos Valores.<sup>16</sup> Los Títulos que regula son: las Acciones, los Bonos,<sup>17</sup> las Letras de Cambio,<sup>18</sup> el Pagare,<sup>19</sup> el Cheque,<sup>20</sup> el Certificado de Depósito y Bono de Prenda,<sup>21</sup> los Certificados Fiduciarios de Participación,<sup>22</sup> Conocimiento de Embarque.<sup>23</sup>

---

<sup>16</sup>Es en este Código donde utiliza por primera vez el termino Título Valor, en el capítulo I, se desarrolla la Teoría de Los Títulos Valores, es decir, las características como autonomía, literalidad, como se ejercita la acción, el enriquecimiento sin causa, la acción cambiaria, la clasificación y las formas de emisión, reposición y cancelación de los Títulos Valores.

<sup>17</sup> Son regulados por primera vez, en el Código de Comercio de 1970, pero el Código de Procedimientos Civiles ya los declaraba Títulos Ejecutivos; en algunas legislaciones se les llama Deventures, y la regulación que tienen en El Salvador, sigue los lineamientos de la legislación Mexicana.

<sup>18</sup> La regulación de las letras de cambio, solo sufrió tres modificaciones, se amplió el plazo para protestarlas de 8 a 15 días, se estableció que el protesto debían realizarse ante Notario y se permitió prorrogar el plazo de su vencimiento.

<sup>19</sup> En cuanto al pagare, se elimina el pagare civil y queda solo el pagare mercantil que este sigue las mismas reglas que la letra de cambio, con la diferencia que en el se pueden cobrar intereses.

<sup>20</sup> El cheque es uno de los Títulos Valores que mas modificaciones sufre, pues, se declara que no es instrumento de crédito si no de pago, se aumenta el numero de Cheques especiales., se autoriza su emisión al portador y siempre será pagadero a su presentación, y se establece que la muerte o incapacidad sobreviniente del librador no lo invalidara.

<sup>21</sup> La regulación de estos dos Títulos Valores tiene como base la Ley Especial de Almacenes Generales de Depósito, se suprimió el certificado de depósito no negociable y su emisión sin bono de prenda

En El Salvador el Código de 1970, es el que se mantiene vigente, aunque con algunas reformas y con la creación de leyes que han venido complementando los vacíos legales en los que se cae ante la rapidez con la que evoluciona el derecho mercantil.

## 1.2 CONCEPTO Y DEFINICION DE TÍTULO VALOR

Antes de hablar sobre el concepto y definición de los Títulos Valores, es preciso establecer la diferencia entre estos, pues, en muchas ocasiones, son confundidos o se utilizan como sinónimos.

Concepto es la representación simbólica de una idea abstracta y general, es decir, la palabra o fraseo termino con la que representamos una cosa o una idea; y la Definición, es la exposición de los caracteres de una cosa, dicho de otra forma, establecer el significado de una palabra o situación.<sup>24</sup>

---

adjunto, esto se dio, pues el contrato de deposito que se celebra no tiene diferencia alguna con u contrato de deposito mercantil común, por lo tanto, no hay razón suficiente para que se emita un Título Valor.

<sup>22</sup> Es un Título Valor completamente nuevo para la legislación salvadoreña, se trata de documentos representativos de la participación de sus tenedores en la propiedad o en la renta de bienes sometidos a fideicomisos. La regulación que se hace sobre estos Títulos, esta basada en la Legislación Mexicana de los Certificados Fiduciarios de Participación.

<sup>23</sup> Se ha reconocido como Título Valor, la copia del Conocimiento de embarque emitida por el consignatario, con el objeto de hacer posible que las mercaderías que representa puedan ser negociadas cuando se encuentre en transito.

<sup>24</sup> GARCIA-PITA Y LASTRES, J. L.; *“Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont” Tomo II*. Fundación Profesor Manuel Broseta. Ed. Tirant Lo Blanch. Valencia España, 1995, Pág. 104. El autor hace énfasis en la correcta utilización sobre concepto y definición , pues de ahí parte una correcta ilustración de los Títulos Valores, y concluye que el concepto es Títulos Valores y la definición, es el significado que este vocablo tiene, aunque muchos autores lo utilicen como sinónimo al establecer como concepto la definición de Títulos Valor.

### 1.2.1 Concepto de Título Valor

El concepto doctrinario de Título Valor, ha tenido un desarrollo doctrinario muy variado, y no siempre han sido conocidos como tal, hay autores y legislaciones que los llaman Títulos de Crédito y una minoría los denomina Títulos Circulatorios.<sup>25</sup>

En cuanto, al concepto de títulos circulatorios, una minoría, los denomina así, por que, a través de ellos circula la riqueza mobiliaria de forma directa e indirecta.<sup>26</sup> Es decir, son títulos circulatorios desde dos puntos de vista, el primero como un forma de transmisión de la riqueza (siendo ellos los sujetos de transmisión, como en las acciones) y la segunda como una forma para que la riqueza circule (conteniendo en ellos una cantidad de dinero, como el pagare).

La expresión títulos de crédito, fue adoptada por la doctrina Italiana, donde se ha distinguido claramente los títulos de crédito, de aquellos otros documentos, que no están destinados a servir de medio de circulación de los créditos, como sustitutivos de la cesión.

Cumplen con la función de facilitar o hacer posible el cumplimiento por parte del deudor de aquellas prestaciones debidas a una masa de

---

<sup>25</sup> ESCUTI, I. A.; “*Títulos de Crédito*” 8ª ed. Ed. Astrea, Buenos Aires, Argentina, 2004, Pág. 1. Sobre la denominación de los títulos valores, describe ESCUTI que la doctrina también los llama Títulos de Crédito y Títulos Circulatorios, aunque esta última es la menos utilizada por los autores.

<sup>26</sup> GALGANO, F.; “*Derecho Comercial*” *El Empresario*, Vol. 1, 3ª ed, Italia, 1989, Pág. 301. Por riqueza mobiliaria este autor entiende, el valor monetario que los títulos representan y los títulos cuando son estos mismos y la llama mobiliaria porque estos son clasificados como bienes muebles. De forma directa con la transmisión del dinero, con la cesión de crédito y con la transferencia del bien mueble; y de forma indirecta mediante la circulación.

acreedores o usuarios cuya identificación sería imposible o difícil por otro medio.<sup>27</sup>

Este es concepto permite ampliar y restringir el ámbito de aplicación de los títulos de crédito, en consecuencia, se puede construir otras categorías, en las cuales incluir aquellos títulos que presenten solamente algunas de las características propias de los títulos de crédito, y, que por esa razón han permanecido fuera de la categoría.<sup>28</sup>

La expresión Título Valor, surge en Alemania, quienes desarrollaron el concepto de Título al portador, hablaron también de “werpapiere” o papel valor, pero, este vocablo tenía una connotación mas amplia de la actual, pues incluía o se podía englobar dentro de el, los documentos de legitimación y títulos impropios.<sup>29</sup>

Este concepto es más amplio que el de la doctrina italiana, pues incluye dentro de los Títulos Valores aquellos documentos no destinados a circular o con circulación restringida bajo los efectos jurídicos de la cesión ordinaria.<sup>30</sup>

---

<sup>27</sup> RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; “*Curso de Derecho Mercantil Tomo I*”, 13ª ed., Ed. Porrúa, S. A. México, 1978. Pág. 251. Establece que esta acepción es incorrecta, ya que parece constreñir el ámbito de estas categoría de cosas mercantiles, a una sola de sus variedades, la de los títulos que imponen una obligación que da derecho a una prestación en dinero u otra cosa cierta.

<sup>28</sup> TORREALBA TORUÑO, O.; “*Las Leyes Latinoamericanas sobre Títulos Valores y la Doctrina Italiana*”, 1ª ed. Editorial Juricentro, Costa Rica, 1987, Pág. 49 a 51. Es un concepto muy complejo que abarca una serie de situaciones, en las que se combinan principios de contenido variable, como lo son la legitimación, incorporación, autonomía y literalidad. Algunos autores como DÁVALOS MEJÍA, C. F.; “*Títulos de Crédito*”, 2ª. ed. Ed. Rala, México, 1992, Pág. 70. Este autor los llama características de los Títulos Valores, pero que ocasionalmente pueden faltar y otros como ESCUTI, I., Op. Cit. Pág. 7, los llaman funciones de los títulos valores.

<sup>29</sup> DÁVALOS MEJÍA, C. F.; Op. Cit. 80. Establece el autor que la denominación de Títulos Valores esta inspirada en la teoría moderna, la cual establece que Títulos tienen incorporados Valores, por lo tanto no se puede hablar de Valores sin hacer referencia al titulo.

<sup>30</sup> CERVANTES AHUMADA, R.; “*Títulos y Operaciones de Crédito*”, 11va. ed. Ed. Herrero, México, 1979. Pág. 15. Esta acepción es considerada la teoría moderna, argumentando que esta denominación

La acepción Títulos Valores de la doctrina alemana, es la más aceptada y utilizada por los autores y por las legislaciones, entre ellas la legislación salvadoreña, que en el Código de comercio, libro tercero, art. 623 los denomina títulos valores.

### 1.2.2 Definición de Título Valor <sup>31</sup>

La formación de la definición de Título Valor se origina con SAVIGNY, quien apporto la idea de la incorporación del derecho al documento.<sup>32</sup> Posteriormente se separo a los Títulos Valores de los documentos jurídicos, partiendo de la necesidad de la posesión del documento para su ejercicio, esto fue aportado por BRUNNER.<sup>33</sup>

JACOBY, agrega el último elemento, tomando como base la necesidad de poseer el documento y exhibirlo surge la Legitimación.<sup>34</sup>

---

es mas amplia, pues hace referencia a documentos y derechos de diversa naturaleza como los derechos de crédito, derechos sociales y económicos que consignan derechos reales.

<sup>31</sup> Véase al respecto: GARRIGES J.; *“Curso de Derecho Mercantil”*, Tomo III, Editorial Temis, Colombia, 1989 Pág.50; HERNADEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 37; RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 255; SANCHEZ CALERO, F.; *“Instituciones de Derecho Mercantil”* Tomo II 20ª ed. Editorial Mc Graw-Hill, Madrid 1997., Pág. 4; TORREALBA TORUÑO, O.; Op. Cit. Pág. 40; URIA, R.; *“Derecho Mercantil”*, 26 ed. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., España, 1999. Pág. 935; VIVANTE, C.; *“Instituzioni di Diritto Commerciale”* 1ª Ed. Milán, Italia, 1929, Traducción Editorial La España Moderna, Pág. 140.; VIVANTE, C.; *“Tratatto di Diritto Commerciale”*, Vol. III, 5ª ed. Milán, Italia, 1929, Traducción Editorial La España Moderna, Pág.23. CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 23.

<sup>32</sup> RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 215. El autor asevera que fue SAVIGNY, el precursor de la definición de Títulos Valores. Al respecto URIA, R., Op. Cit. Pág. 934, estableció que trasfundido el derecho con el documento, la suerte del primero queda unida a la del segundo, es decir que no se puede transmitir ni exigir el derecho sin el documento.

<sup>33</sup> BRUNNER, *“Wertpapiere in Endemann Handbach”*, Pág. 147, es citado por URIA, R., Op. Cit. Pág. 935; TORREALBA TORUÑO, O., Op. Cit. Pág. 54; RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J., Op. Cit. Pág. 252; y HERNADEZ AGUILAR, A; Op. Cit. Pág. 37, quienes establecen que la definición de Título Valor dada por BRUNNER “Es el documento de un derecho privado que no se puede ejercitar si no se tiene el Título a disposición”.

<sup>34</sup> URIA, R., Op. Cit. Pág. 935. El autor hace referencia a que la legitimación se convierte en el eje central de la definición de Títulos Valores, pues sin la exhibición del documento, el deudor no esta obligado a cumplir, ni se tendrá eficacia probatoria para exigir.

La doctrina italiana hizo su aporte agregando a la definición la literalidad y la autonomía, con la definición dada por CESAR VIVANTE,<sup>35</sup> quien dijo que Título de Crédito “*era el documento necesario para el ejercicio de un derecho literal y autónomo en el expresado*”.<sup>36</sup>

Esta definición que se ha convertido en el punto de partida para el estudio de los Títulos Valores, pero a la vez criticada por considerarse escueta, HERNANDEZ AGUILAR<sup>37</sup> estima que no define al Título Valor como tal, pero ha logrado determinar sus características y elementos sustanciales del Título.

Esta definición ha sido ampliada por sucesores de VIVANTE,<sup>38</sup> tal como lo hacen CERVANTES AHUMADA<sup>39</sup> y SANCHEZ CALERO<sup>40</sup> quienes establecen, que el título de crédito es el documento que autoriza al portador legítimo para ejercitar contra el deudor y transferir, el derecho literal y autónomo en él consignado.<sup>41</sup>

---

<sup>35</sup> VIVANTE, C., “*Tratatto di Diritto commerciale*”, Op.Cit. Pág.23. En esta obra el maestro, da una de las definiciones mas antiguas sobre los Títulos Valores y que a pesar de haber sido expuesta a principios del siglo XX, aun continua vigente.

<sup>36</sup> VIVANTE, C., “*Instituzioni di Diritto commerciale*” Op. Cit. Pag. 140. El maestro establece que la palabra ejercitar, esta utilizada en un sentido técnico, que comprende tanto el momento de la transferencia como el de la exigencia del Título.

<sup>37</sup> HERNANDEZ AGUILAR, A; Op. Cit. Pág. 37. Según este autor, el error en la definición de VIVANTE, consiste en atribuir la utilización de Título de crédito en general para referirse a todos los Títulos Valores, pues no engloba dentro estos los denominados títulos de participación.

<sup>38</sup> TORREALBA TORUÑO, O.; Op. Cit. Pág. 40 y sgs. Este autor hace un amplio análisis de la definición de título valor hecha por VIVANTE, la cual según su criterio es un modelo de sencillez y de síntesis; a la vez contrapone esta definición con la legislación latinoamericana; de esa manera trata de establecer una definición normativa de título valor.

<sup>39</sup> Se puede observar que la definición de VIVANTE es la que recoge el Código de Comercio de El Salvador, en el Art. 23, el cual literalmente dice “Son *Títulos valores* los documentos necesarios para hacer valer el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna.” con la diferencia que no se les llama títulos de crédito, sino Títulos valores.

<sup>40</sup> SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit. Pág. 4. Este autor define el título valor como el documento esencialmente transmisible necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo en él mencionado.

<sup>41</sup> Se observa que todas las definiciones formuladas por los diversos autores se apegan a la dada por VIVANTE y son nociones generalmente aceptadas por la doctrina; las cuales ponen de manifiesto,

GARRIGES<sup>42</sup> define Título Valor como *el derecho sobre un documento privado cuyo ejercicio esta condicionado jurídicamente a la posesión del documento*. El derecho documental consignado en un Título Valor, es un derecho que no vive por si solo, porque desde el momento en que se opera su consagración, el Título, este irá junto a el.

La doctrina dominante define Título valor como *aquel documento formal que incorpora la orden o la promesa abstracta y autónomamente vinculante de una determinada prestación en los términos literales en que ha sido expresada*.<sup>43</sup>

La legislación salvadoreña, retoma en el art. 623 del Libro Tercero del Código de Comercio de El Salvador, la definición dada por VIVANTE, pero, para efectos del desarrollo de la investigación, adoptaremos la definición de Títulos Valores que establece la doctrina dominante.

Finalmente la doctrina mercantilista moderna, no considera conveniente que la legislación positiva enmarque dentro de una norma la definición de Título Valor, ya que en la economía moderna, la transformación de las operaciones mercantiles, es constante y siendo los Títulos Valores el medio mas eficaz y rápido de la movilización de la riqueza, esto seria como

---

junto a la característica especial del documento para transmitirse, la vinculación entre este y el derecho en el mencionado.

<sup>42</sup> GARRIGES J.; Op. Cit. Pág. 87. Este escritor señala que todas las definiciones del Titulo Valor giran alrededor del mismo concepto, la atribución del Título a una persona como presupuesto del ejercicio del derecho mencionado en el Título.

<sup>43</sup> HERNADEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 39. El autor establece que del derecho derivado del Título o sea el derecho de crédito, generalmente sigue el derecho sobre el Título o derecho real, en consecuencia, el Título Valor corresponde a un documento constitutivo que, a diferencia del probatorio, contiene una declaración de voluntad que da vida a un derecho subjetivo nuevo.

limitar el desarrollo y las modalidades de los mismos al cambio económico del cual dependen.<sup>44</sup>

### 1.3 CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS VALORES

Sobre este punto, existe controversia entre los autores, pues, no todos concuerdan en cuanto al numero de características y sobre la forma de llamarlas pues algunos como HERNANDEZ AGUILAR, TORREALBA TORUÑO y RODRIGUEZ<sup>45</sup> los llaman principios; ESCUTI y URIA los llaman elementos<sup>46</sup>; SANCHEZ CALERO; GARRIGES y CERVANTES AHUMADA los llaman características .<sup>47</sup>

Existen otros autores, entre ellos, FERRARA, y KALLMAN,<sup>48</sup> quienes, los llaman funciones cambiarias básicas, y las dividen en función legitimadora y función circulatoria, dentro de esta encontramos la literalidad, la abstracción y la incorporación.

---

<sup>44</sup>Al respecto de la definición de título valor existe el siguiente criterio jurisprudencial: Los títulos valores son documentos necesarios para hacer valer el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna, por tanto, valen por si mismos, pues son de naturaleza especial que difieren de los comunes que tienen los documentos tradicionales, en tal sentido, la legislación aplicable a esta materia es especial, por lo que, las acciones derivadas de éstos, no se ventilan conforme a los procedimientos comunes. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia sentencia CMS1499.03, 14:15h 25-02-03. Caso Prieto, S.A. vrs. Julio Adolfo Rey Prendes.

<sup>45</sup> Véase, HERNANDEZ AGUILAR, A; Op. Cit. Pág. 50; TORREALBA TORUÑO, O.; Op. Cit. Pág. 49; RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J., Op. Cit. Pág.255. Estos autores hablan sobre los principios que rigen los Títulos Valores.

<sup>46</sup> ESCUTI, I Op. Cit. Pág. 7.; y URIA, R.; Op. Cit. Pág. 935. Ambos autores establecen que son elementos de la definición de Título Valor.

<sup>47</sup> SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit. Pág. 8; GARRIGES J.; Op. Cit. Pág. 90.; y CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 27. Los autores los definen como características que poseen los Títulos Valores.

<sup>48</sup> FERRARA, R.C. y KALLMAN, J.; *“Tendencia hacia la Eliminación de los Certificados en el Derecho Norteamericano”*, Seminario La Desmaterialización de Títulos de Crédito, Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C. 1ª ed. México, 1986, Pág. 79 y sgs. Establecen que los Títulos Valores deben cumplir con aspectos fundamentales, por una parte, facilitar el ejercicio de los derechos y el cumplimiento de las obligaciones a que se refiere el Título (función legitimadora) y la otra, proteger la adquisición dentro del ámbito cambiario, para que se faciliten los efectos circulatorios de los títulos (función cambiaria).

La generalidad de los autores coincide con estas 6 características básicas de los Títulos Valores:

### 1.3.1 Legitimación

La legitimación es una especie de derecho subjetivo (poder) que tiene el poseedor calificado de un Título Valor, para ejercitar el derecho documentado, aun cuando este no sea el verdadero acreedor o titular;<sup>49</sup> esta facultad de ejercitar el derecho descendería directa y exclusivamente de un elemento externo, considerado la investidura formal del derecho, es decir, la posesión del título.<sup>50</sup>

Por otra parte, La legitimación es la función que tiene el título de invertir al adquirente, del derecho que le transmite el anterior tenedor; consiste en la certeza y seguridad jurídica necesaria para determinar que quien cobra la deuda cambiaria es verdaderamente el que tiene derecho de hacerlo. La legitimación se da en dos formas:<sup>51</sup>

**1. Activa:** El tenedor del Título solo tiene que exhibir el documento para exigir los derechos que incorpora y, cuando sea cumplida la prestación, deberá restituirlo al emisor.

---

<sup>49</sup> ESCUTI, I.; Op. Cit. Pág.10. Este autor define la legitimación de manera general como los requisitos que deben concurrir en un sujeto para ejercer un derecho; y, en relación a los títulos valores, la legitimación se refiere a la situación jurídica del sujeto habilitado para ejercer todos los derechos sobre el título y los que devienen de su posesión.

<sup>50</sup> TORREALBA TORUÑO, O.; Op. Cit. Pág. 80. Establece el autor que una cosa es la titularidad del derecho y otra es la legitimación al ejercicio del derecho, y que según la teoría general de los títulos valores, se encuentra legitimado para ejercer el derecho en el título incorporado quien lo haya adquirido conforme a su ley de circulación debiendo exhibir para el efecto el título mismo.

<sup>51</sup> FERRARA, R. y KALLMAN, J.; Op.Cit. Pág.80. Para estos autores, la facultad para que el tenedor legítimo pueda validamente exigir, judicial o extrajudicialmente el cumplimiento de los derechos incorporados en el Título, constituye la legitimación activa y la legitimación pasiva es la que corresponde aun obligado cambiario para su llamada a juicio o para exigirle fuera del cumplimiento de las obligaciones que hubiere asumido.

**2. Pasiva:** Es la habilitación del deudor para liberarse cumpliendo la prestación debida al legitimado activo.

La importancia de la legitimación,<sup>52</sup> no consiste en probar que el poseedor o tenedor es titular el derecho en el documentado, si no, en un primer momento, atribuir a este el poder de hacer valer el Título Valor con la sola exhibición del título. En un segundo momento, distinguir la legitimación en sede de ejercicio o de cumplimiento, es decir, la relación entre poseedor y deudor, de la legitimación en sede de transmisión, o sea, la relación entre poseedor y el tercer adquirente.<sup>53</sup>

### **1.3.2 Literalidad**

Consiste en que el derecho del acreedor y las obligaciones del deudor se midan por el contenido literal del documento, no por el querer subjetivo de los suscriptores.<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> En nuestra legislación, el Art. 629 Com. establece: “El tenedor de un título tiene la obligación de exhibirlo para hacer valer el derecho que en él se consigna. Cuando sea pagado, debe entregarlo al pagador. Si es pagado sólo parcialmente o en lo accesorio, debe hacer mención del pago en el cuerpo del título...” véase también Arts. 654,657 y 675 del Código de Comercio de El Salvador.

<sup>53</sup> Al respecto existen los siguientes criterios jurisprudenciales: La legitimidad debe ser entendida como la capacidad de actuar y la titularidad para ejercer los derechos procesales que le corresponden a las partes. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia. Sentencia CMS251C04.05, 09:14h 15-04-2005. Caso Muysmond Ávila, S.A. de C.V. vrs. Leopoldo Arturo Barrientos Córdoba. Para que un documento tenga fuerza ejecutiva, se requiere: acreedor legítimo, deudor moroso, instrumento ejecutivo, obligación exigible, además de contener la manifestación de cantidad líquida. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia. Sentencia CMS1107.00, 15:10h 30-10-2000. Caso Caja de Crédito de San Ignacio, Sociedad Cooperativa de Responsabilidad Limitada de C.V. vrs. David Handal, Ana Lorena Ponce de Handal y David Handal Morales. El obligado en una letra de cambio renuncia tácitamente a la prescripción de la acción cambiaria cuando después de transcurrido el término de la prescripción efectúa un pago parcial que acepta el tenedor legítimo y dicho pago aparece consignado en la letra mediante abono firmado por éste y el obligado. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia. Sentencia CMS1482.03, 09:00h 08-09-2003. Caso QUIMAGRO, S.A. de C.V. vrs. Banco de Comercio de El Salvador, S.A

<sup>54</sup> La literalidad de los títulos valores, significa que el derecho es tal como aparece en el texto del título, o sea que todo aquello que no aparece en él, no puede afectarlo. En consecuencia se debe hacer constar en el título cualquier circunstancia que modifique, reduzca, aumente o extinga el derecho. Sala

Esta característica se refiere a que el derecho que el documento representa debe ejercitarse por el beneficiario tal como esta escrito en el título, literalmente,<sup>55</sup> y en consecuencia el obligado deberá cumplir en los términos escritos en el documento.<sup>56</sup>

La literalidad opera exclusivamente a favor de quien haya de ejercitar el derecho documental, sustrayéndole a posibles excepciones del deudor, basadas en elementos extraños al título.<sup>57</sup> Y puede darse de dos formas:

**1. Directa:** El contenido del derecho se desprende exclusivamente de la letra del Título, no es posible acudir a ninguna otra fuente, únicamente lo que el documento dice.

**2. Indirecta:** Para la determinación del derecho, es necesario acudir a otras fuentes o presupuestos estrechamente ligados, los derechos del remitente no resultan exclusivos del documento.<sup>58</sup>

---

de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia CMI33C04.04, 12:15h 17-10-06. Caso Banco Cuscatlán S. A. vrs. La Pirámide, S. A. de C. V.

<sup>55</sup>RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág.258. Según este escritor, la literalidad supone constancia plena en el texto, pero no exige la coetaneidad de tal constancia, si no solo su total concurrencia antes de la presentación o el pago.

<sup>56</sup>SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit. Pág. 258. Sobre la literalidad expresa el autor, que el derecho incorporado al título es literal debido a que los límites y modalidades de este derecho dependen de los términos en que está redactado el título; no obstante, manifiesta que la declaración contenida en el título puede ser completada con otros documentos a los que puede referirse, a esté tipo de títulos que se remiten a otros documentos extraños, suelen denominarse títulos literales incompletos.

<sup>57</sup>URIA, R.; Op. Cit. Pág. 936. El autor nos dice que esta característica, se basa en la confianza que pone quien recibe el Título sobre la exactitud de su contenido según el tenor del mismo. Por otra lado, en los títulos llamados imperfectos, que incorporan un derecho preexistente, cuya vigencia y contenido de determinan por elementos extraños, la literalidad se ve debilitada. Al respecto de lo expresado por el autor existe el siguiente criterio jurisdiccional: La definición de Títulos Valores que establece el Art. 623 Com. refleja la compenetración íntima entre el derecho y el documento, que se estima esencial porque el derecho consignado en el mismo solo se puede hacer valer mediante el propio documento. Entendiéndose entonces que la constancia plena en el texto es lo que constituye la literalidad. Cámara Primera de lo civil de la Primera Sección del Centro. 12:00h 16-06-94. Caso Tránsito Eliseo Aguilar vrs. Sucesión CIRIACO ARIAS.

<sup>58</sup>HERNADEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 52. Para el escritor corresponde a esta modalidad de literalidad, los títulos de participación como las acciones de sociedades y de representación de mercadería como el conocimiento de embarque.

Con esta característica se pretende, que cualquier persona que adquiere el título se dé cuenta del derecho con su simple lectura; y que aquello que no aparezca en el texto del título no afecta al mismo, es decir, que cualquier circunstancia que modifique, reduzca, aumente o extinga el derecho debe aparecer escrito en el título, brindando mayor seguridad a un tercero adquirente de buena fe.<sup>59</sup>

### **1.3.3 Autonomía**

Es un fenómeno, en virtud del cual cada titular del derecho lo adquiere como propio, siendo distinto e independiente del que tenía o podría tener quien le transfirió el título.<sup>60</sup> Es decir adquiere un derecho nuevo, originario, no derivado.<sup>61</sup>

Debe entenderse que el derecho se ejercerá independientemente de cualquier condición que trate de modificarlo o limitarlo, de tal manera, que el

---

<sup>59</sup>Nuestro Código de Comercio, en el Art. 634 establece que, el texto literal del documento determina el alcance y modalidades de los derechos y obligaciones consignados. La validez de los actos que afectan la eficacia de los títulos valores, requiere que consten precisamente en el cuerpo del documento, salvo disposición legal en contrario.

<sup>60</sup> SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit., Pág. 259. Este autor explica el concepto de autonomía partiendo de la definición que dio VIVANTE de título valor como el documento necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo que en él se consigna, de esa forma CALERO expone que el derecho es autónomo, porque el poseedor de buena fe, ejercita un derecho propio, que no puede limitarse o decidirse por relaciones que hayan mediado entre el tenedor y los poseedores precedentes, de esa manera, la autonomía significa que el adquirente de un título recibe un derecho nuevo, originario, no derivado, de modo que no le son oponibles las excepciones que se hubieren podido invocar a un antecesor.

<sup>61</sup> En virtud de la autonomía y el carácter abstracto de los títulos valores, cada transferencia del título y por ende los derechos que incorpora, son independientes de las relaciones existentes entre el deudor y los poseedores anteriores del mismo. Cada adquirente obtiene la titularidad de los derechos incorporados en el título valor, sin retomar la posición de su transmitente frente al deudor. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia CMS1313.03, 10:15h 11-08-03. Caso PROMERICA, S.A. de C.V. vrs. Roberto Bukele Siman.

obligado deberá cumplir su obligación sin presentar condiciones para hacerlo.<sup>62</sup>

Desde el punto de vista activo, lo que es autónomo, es el derecho que cada titular sucesivo va adquiriendo sobre el Título y sobre los derechos en el incorporado. Desde el punto de vista pasivo, es autónomo el hecho de que cada uno de los signatarios de un Título es independiente y diverso de cada uno de los obligados.<sup>63</sup>

La importancia de esta característica radica en que el título valor y el derecho a él incorporado, son independientes de la relación causal que lo motivaron, y del mismo modo, cada acto cambiario es independiente del que el precede, como del que le sigue.<sup>64</sup> Por lo tanto, el deudor, no puede oponer excepciones personales contra el poseedor de buena fe, para eludir el

---

<sup>62</sup> ESCUTI, I.; Op. Cit., Pág. 12. Según lo plantea el autor, en razón de la autonomía, para el tercero de buena fe, es jurídicamente irrelevante si la obligación incorporada literalmente al documento tuvo su origen viciado, pues en sus manos constituye el Título idóneo para exigir el cumplimiento de la obligación prometida. La autonomía presupone que el Título es inmune a las excepciones oponibles por el deudor a los precedentes poseedores.

<sup>63</sup> La característica esencial de autonomía de los títulos valores, es el derecho que cada titular va adquiriendo sobre el título, es decir, el derecho del titular es independiente, desde luego que cada persona que adquiere el documento adquiere un derecho nuevo, diferente del que tenía la persona que se lo transmitió. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia. Sentencia. CMS84C04.05, 09:15h 14-03-05. Caso Borgonovo Pohl, S.A. de C.V. vrs. Super Inversiones, S.A. de C.V.

<sup>64</sup> Al respecto de la oponibilidad de excepciones, existen los siguientes criterios jurisprudenciales: La autonomía significa que el adquirente de un título recibe un derecho nuevo, originario no derivado de un modo que no son oponibles las excepciones que se pudieren invocar a su antecesor. Implica la incomunicabilidad de las excepciones personales que pudieren oponerse a los sucesivos tenedores del título valor. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, 09:00h 19-05-95. Caso Parada. vrs. Adán Hernández García y otro. Las excepciones personales son una defensa que deriva de las relaciones personales entre actor y demandado, por lo cual, al transferirse la titularidad del documento mediante el endoso, el deudor no puede oponerlas al actor (titular actual), pues éstas devienen de la relación personal que tenía con el titular original. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia CMS1313.03, 10:15h 11-08-03. Caso PROMERICA, S.A. de C.V. vrs. Roberto Bukele Siman.

cumplimiento de la prestación exigida por este, como las habría opuesto a los poseedores precedentes del Título.<sup>65</sup>

### 1.3.4 Incorporación

Significa que el derecho que el documento representa, esta incorporado a el, es decir, estrechamente unido al título, sin que pueda existir el derecho separado del documento,<sup>66</sup> de tal manera, que para poder ejercer el derecho,<sup>67</sup> es necesario estar en posesión del título.

La incorporación es considerada, como la expresión conceptual del particular vinculo jurídico que une al Título Valor con el derecho en el mencionado, y que hace que este no pueda ser ejercitado sin aquel, a diferencia de aquellos que solo sirven para fijar el contenido de una declaración de voluntad, y los documentos reconocitivos y reproductivos.<sup>68</sup>

---

<sup>65</sup> Al respecto, el Art. 635 del Código de Comercio dice que la incapacidad de alguno de los signatarios del título valor, el hecho de que en éste aparezcan firmas falsas o de personas imaginarias; o la circunstancia de que, por cualquier motivo el título no obligue a alguno de los signatarios o a las personas que aparezcan como tales, no invalidan las obligaciones derivadas del título en contra de las demás personas que lo suscriba. Complementándose con lo dispuesto en el Art. 627 del Código de Comercio, en su parte final establece que, no podrán oponerse al adquirente de buena fe las excepciones derivadas del incumplimiento de pactos celebrados para llenar los títulos en blanco. Véase también art. 636 del Código de Comercio.

<sup>66</sup> Los títulos valores como tales tienen características de incorporación, legitimación, literalidad y autonomía, que dan a los documentos base de la acción la posibilidad de seguir el procedimiento del juicio ejecutivo. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia Sentencia CMS84C04.05, 09:15h 14-03-05. Caso Borgonovo Pohl, S.A. de C.V. vrs. Súper Inversiones, S.A. de C.V

<sup>67</sup> Véase al respecto. DÍAZ GRANADOS ORTIZ, C.; *“Títulos Valores Electrónicos”*. Artículo de la Revista Banca, Bolsa y Seguros de la Federación Latinoamericana de Bancos FELABAN, Ediciones Digitales, Colombia, 2003, Pág. 4; RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit., Pág. 254 y 255; SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit., Pág. 6 y 7; URÍA, R.; Op. Cit., Pág. 934. ESCUTI, I.; Op. Cit., Pág. 10.

<sup>68</sup> Al respecto de la incorporación existe el criterio jurisprudencial siguiente, aunque se otorgue fe pública en cuanto a la conformidad que guarda una copia fotostática de un título valor, respecto a su original, lo cierto es que de ningún modo es admisible su presentación en juicio para reclamar los derechos que incorpora, ni los efectos que son su legal consecuencia, precisamente por la característica de incorporación que tienen tales documentos. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia ACS166105.05, 12:20h 02-03-05. Caso Rey Antonio Adalberto Gavidia Larios vrs. Estado y

Los Títulos Valores solo se relacionan con documentos constitutivos, en los que la adquisición o nacimiento de un derecho exige, bajo pena de nulidad, la existencia de un documento.<sup>69</sup>

La incorporación literal del derecho al documento,<sup>70</sup> permite aplicar a estos instrumentos un régimen jurídico similar al de las cosas muebles, es por eso que gran parte de la regulación sobre Títulos Valores gira entorno al documento como cosa, es decir, del título como tal, aunque se tenga por finalidad la protección del derecho incorporado.<sup>71</sup>

Sobre este punto descansa la relevancia de esta característica, ya que por estar incorporado el derecho al título, se vuelve un anexo del título, esto garantiza su circulación, dando seguridad al adquirente del título valor de la adquisición del derecho incorporado, y permitiendo su circulación como si este se tratase de una cosa material.<sup>72</sup>

---

Gobierno de El Salvador y Banco Central de Reserva de El Salvador. Véase también la sentencia de la Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, AMS1662.05, 15:30h 02-03-05. Caso Ricardo Gavidia Larios vrs. Estado y Gobierno de El Salvador, y el Banco Central de Reserva de El Salvador.

<sup>69</sup> RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit., Pág. 254 y 255. Para este autor, no todos los documentos constitutivos son Títulos Valores, solo aquellos en que se da una especial relación entre el derecho y el documento, de tal modo que no puede invocarse el derecho, si no por aquel que tiene el documento; el derecho derivado sigue como accesorio a la posesión del documento.

<sup>70</sup> ESCUTI, I.; Op. Cit. Pág. 10. El autor establece que la posesión de buena fe de una cosa mueble, crea a favor del poseedor la presunción de tener la propiedad de ella, con respecto al derecho que deriva de la conexidad entre derecho y documento, este es un derecho real derivado de la transfusión o compenetración del derecho sobre el Título.

<sup>71</sup> HERNADEZ AGUILAR, A; Op. Cit. Pág. 51 y 52. El autor plantea que el derecho sobre el documento es un derecho instrumental, mientras que el derecho de crédito es de naturaleza final, para que este se de debe adquirirse el derecho sobre el documento.

<sup>72</sup> En nuestra legislación, el Art. 623 del Código de Comercio recoge el principio de incorporación al definir los Títulos Valores como los documentos necesarios para hacer valer el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna; esto en delación con los art. 784 y 787 Com. Además, el Art. 633 Com. Establece que, la suscripción de un título valor obliga a quien la hace al cumplimiento de las prestaciones y derechos incorporados a favor del titular legítimo aunque el título haya entrado en circulación contra la voluntad del suscriptor o después de que sobrevino su muerte o incapacidad.

### **1.3.5 Circulación**

La función circulatoria constituye el aspecto esencial de los títulos valores y determina su fundamento económico.<sup>73</sup>

Los Títulos Valores al portador circulan por la simple entrega del instrumento, los títulos valores nominativos por entrega, endoso e inscripción en los libros del emisor y los títulos valores a la orden por entrega y endoso.<sup>74</sup>

La circulación de los Títulos Valores va íntimamente relacionada con la incorporación del derecho al Título, ya que esto permite que los Títulos Valores sean transferidos y transmitidos, sin mayores dificultades, permitiendo así la circulación de la riqueza de forma celera y segura, convirtiéndose en la base fundamental de los Títulos Valores.

### **1.3.6 Abstracción**

Significa que el Título no tiene como causa el negocio jurídico que motivo su otorgamiento, sino la letra, el texto propio del Título, lo escrito en el, de acuerdo a la ley. y solo puede darse en los títulos cambiarios.<sup>75</sup>

---

<sup>73</sup> Al respecto la jurisprudencia salvadoreña sostiene que, la causa en derecho mercantil, es la relación originaria que determina a las partes a que la materialicen en el documento, determinando su libramiento o su circulación. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia CMS1367.02, 09:00h 25-09-02.Caso Productos Agroquímicos de Centroamérica S.A. vrs. Cooperativa la Laguneta de Responsabilidad Limitada.

<sup>74</sup> FERRARA, R.C. y KALLMAN, J.; Op.Cit. Pág. 82. Los autores establecen, que la función esencial de los títulos es la de servir como instrumento para la transmisión del derecho que consigna. La seguridad de la circulación de los derechos de contenido patrimonial, no hallaría su realización, si el adquirente albergara dudas sobre su existencia y el alcance del mismo.

<sup>75</sup> HERNADEZ AGUILAR, A; Op. Cit. Pág. 59. El escritor aclara que la abstracción no debe confundirse con la literalidad, la cual es característica de todos los títulos valores, pues la primera

Al constituirse un Título Valor, el derecho que se incorpora en el, se independiza de la causa que le ha dado origen a su emisión; valdrá por sí mismo y vivirá, de forma independiente abstraído de toda relación anterior con cualquier otro negocio o causa de la cual haya derivado.<sup>76</sup>

La abstracción es un concepto jurídico, por el cual la ley se limita a prescindir de la causa del título, con miras a lograr una mayor celeridad y seguridad en la circulación.<sup>77</sup>

La importancia de esta característica consiste en la desvinculación del documento respecto de la relación causal, con ello se facilita y asegura la

---

puede aun faltar, cuando se trata de Títulos Valores causales, en los que el derecho cartular es conexo a la relación causal de sus vicisitudes.

<sup>76</sup>Al respecto existen los siguientes criterios jurisprudenciales: La abstracción se refiere a la no-existencia de relaciones jurídicas base de la emisión del títulovalor que las acciones derivadas del título emitido. Sala de lo Civil de la Corte Suprema, 09:00h 19-05-95. Caso Parada vrs. Adán Hernández García y otro. La abstracción consiste en la desvinculación del documento respecto de la relación causal, con lo que se agiliza y garantiza la adquisición y transmisión del documento abstracto y el derecho en él incorporado, a efecto de evitar que se obstaculice el ejercicio de los derechos emanados del títulovalor; cuando éste es abstracto, al portador no se le pueden oponer defensas que devengan de la causa del documento. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia CMS1367.02, 09:00h 25-09-02.Caso Productos Agroquímicos de Centroamérica S.A. vrs. Cooperativa la Laguneta de Responsabilidad Limitada. Todo títulovalor tiene una causa, es decir, es el resultado de una operación o transacción que esta vinculada al título, pero una vez lanzado a circulación, como sucede en las letras de cambio, se desvincula de su causa de emisión, no teniendo relevancia alguna sobre el título, de ahí que se le considere como título abstracto. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia Sentencia interlocutoria CMI33C04.04, 10:20h 09-08-04. Caso Repinter, S. A. de C. V. vrs. Inversiones Intercontinentales, S. A. de C. V. Cuando no se expresa en el texto de títulos valores, con que propósito fueron emitidos estos. Debe entenderse entonces, como documento abstracto e independiente del negocio jurídico que le dio origen, conservando consiguientemente la acción cambiaria. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia Sentencia CMS84C04.05, 09:15h 14-03-05. Caso Borgonovo Pohl, S.A. de C.V. vrs. Súper Inversiones, S.A. de C.V.

<sup>77</sup> Al respecto nuestro Código de Comercio establece en el Art. 647. que los derechos y obligaciones derivados de los actos o contratos que hayan dado lugar a la emisión o transmisión de títulos valores, se regirán por las disposiciones de este Título, cuando no se puedan ejercitar o cumplir separadamente del documento. El Art. 648 Com. Establece que si de la relación que dio origen a la suscripción de un título valor, se deriva una acción, ésta subsistirá a pesar de aquélla, a menos que se pruebe que hubo novación. La acción causal, a que se refiere el inciso anterior, procede después de haber presentado inútilmente el título para su aceptación, si hubiere lugar, o para su pago. La falta de protesto, para comprobar tales hechos, podrá suplirse por cualquier otro medio de prueba, inclusive la testimonial, rendida en el término correspondiente del juicio respectivo, cualquiera que fuere su naturaleza.”

adquisición y transmisión del documento abstracto y del derecho incorporado en él, con el fin de evitar que su causa entorpezca el ejercicio de los derechos emergentes del título.<sup>78</sup>

## 1.4 CLASIFICACION DE LOS TITULOS VALORES

Los Títulos Valores son clasificados doctrinariamente en atención a los principios siguientes:<sup>79</sup>

### 1.4.1 Atendiendo a la Ley de Circulación <sup>80</sup>

**a. Títulos nominativos** (títulos directos). Designan como titular a una persona determinada. Para el ejercicio del derecho es necesaria la posesión del título, pero no es suficiente, es necesario que el poseedor acredite su identidad para constituir derechos sobre el título como en el caso del endoso o cualquier otro medio de transferencia, así como también es necesario que la acción realizada sea documentada en el registro respectivo. <sup>81</sup>

---

<sup>78</sup> ESCUTI, I.; Op. Cit. Pág. 16 y 17. El autor hace referencia a que la abstracción predomina sobre la literalidad frente al tercero, y dado que la abstracción tiende a proteger la circulación del título valor, siendo esa su finalidad esencial, no tiene sentido hacerla jugar respecto de las relaciones entre dos personas que han contratado entre sí, es decir, entre dos vinculados causales que se enfrentan por el incumplimiento de la obligación contenida en el título valor, pues entre ellos no tiene sentido prescindir de las relaciones causales.

<sup>79</sup> ROGRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op.Cit. Pág. 259 y sgs. La clasificación que hace este autor, es diferente a la comúnmente se observa en la doctrina, clasifica los títulos valores de acuerdo a los aspectos siguientes: por la legitimación, por su relación con la causa, por la naturaleza de los derechos incorporados, por su naturaleza, por su regulación legal, por su unidad o multiplicidad.

<sup>80</sup> VILLEGAS, C. G.; “*Manual de Títulos Valores*” 1ª ed. Ed. ABELEDO - PERROT, Argentina, 1990, Pág. 16 y 17. La clasificación que brinda esta autor, también corresponde a la que hace el legislador en el Código de Comercio Art. 632 .Los títulos valores pueden ser nominativos, a la orden o al portador.

<sup>81</sup> URÍA, R.; Op. Cit. Pág. 941. Según lo determina el autor, el origen de estos, se remonta al origen mismo del título de crédito; este nace como título nominativo, y solo posteriormente, al añadir al documento cláusulas al portador ya la orden, aparecen estas dos clases.

**b. Título a la orden.** Son títulos nominativos en los que el titular del derecho puede ser sustituido por otro titular sin necesidad de comunicación al deudor.<sup>82</sup> Para acreditar el derecho basta que la persona poseedora del título demuestre ser la persona designada por el primer titular. Los títulos a la orden están concebidos para circular.

**c. Títulos al portador:** Los títulos al portador son los que se transmiten con la entrega simple y pura y cuyo poseedor está legitimado para ejercer el derecho en el mencionado, con la sola presentación del título.<sup>83</sup>

#### **1.4.2 Por su Relación con la Causa**<sup>84</sup>

La distinción entre los títulos causales y abstractos depende de la relación existente entre el Título mismo y el negocio fundamental que le ha dado origen.<sup>85</sup>

---

<sup>82</sup> ROGRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 261. Para este autor, los títulos valores a la orden son expedidos a favor de persona determinada, que pueden transmitirse por simple endoso; manifiesta además que sobre este tipo de títulos valores sería posible construir una teoría general que tratara especialmente sobre ellos.

<sup>83</sup> DÁVALOS MEJÍA, C.F.; Op. Cit. Pág. 85. Este autor plantea que el deudor está obligado a realizar la prestación a quien acredite la posesión del título y que para transmitir los títulos, es suficiente la propia entrega del título mismo. La cláusula al portador significa simplemente que el poseedor, tenedor, está facultado para exigir al deudor el cumplimiento de la obligación.

<sup>84</sup> ESCUTI, I.; Op. Cit. Pág. 15. Para este autor, la causa es la relación jurídica fundamental, originaria, subyacente que determina a las partes a que la objetivicen en el documento, determinando su libramiento o su circulación. Al respecto de lo expresado por el autor existe el siguiente criterio jurisprudencial, la causa en derecho mercantil, es la relación originaria que determina a las partes a que la materialicen en el documento, determinando su libramiento o su circulación, Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia CMS1367.02, 09:00h, 25-09-2002, caso Productos Agroquímicos de Centroamérica S.A. vs. Cooperativa la Laguneta de Responsabilidad Limitada.

<sup>85</sup> La distinción entre títulos valores causales y abstractos depende de la vinculación existente entre el título valor y el negocio fundamental que le ha dado origen; los títulos valores están marcados por el acto jurídico fundamental que llevó a emitirlos, mientras los abstractos funcionan desvinculados del negocio originario. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia CMS1367.02, 09:00h, 25-09-2002, caso Productos Agroquímicos de Centroamérica S.A. vs. Cooperativa la Laguneta de Responsabilidad Limitada.

**a. Causales:** Son aquellos en los cuales la causa de su creación tiene relevancia jurídica. En ellos la relación causal es oponible a todos los portadores, dado que subsiste vinculada al documento toda la vida.

**b. Abstractos:** son aquellos que funcionan desvinculados al negocio que les dio origen, pero eso no indica que son faltos de causa, sino, que hay un desligamiento de causa y obligación.<sup>86</sup>

#### 1.4.3 Según la Naturaleza del Documento <sup>87</sup>

**a. Títulos cambiarios o crediticios:** incorporan un simple derecho de crédito que permite obtener una prestación de dinero o cosa.

**b. Títulos de participación:** atribuyen a su dueño una serie de derechos, deberes y obligaciones en el ámbito de una organización social.

**c. Títulos de tradición o títulos representativos de mercancías:** incorporan un derecho real sobre ellas, de propiedad o garantía.<sup>88</sup> La

---

<sup>86</sup>Los títulos valores se clasifican en abstractos y causales. Los abstractos, no hacen relación en su contenido al acto causal que los originó, y los causales, hacen referencia a su causa, es decir, es el resultado de una operación o transacción que está vinculada al título, Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia. Sentencia CMS84C04.05, 09:15h, 14-03-2005, caso Borgonovo Pohl, S.A. de C.V. vrs. Súper Inversiones, S.A. de C.V. Véase también, las sentencias pronunciadas por la Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, CMS1641.03, 08:05 h 29-10-200; caso Manuel Láinez Méndez vrs. Central de Fianzas y Seguros, S.A.; 1013, 09:00h, 19-05-95; caso Parada vrs. Adán Fernández García y otro.; y CMS60.03 11:11h, 19-08-2003; caso Rogelio Miguel Ángel Tobar vrs. Sergio Armando Varela Durán.

<sup>87</sup> ROGRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op.Cit. Pág. 261. Según el autor, esta clasificaciones hace tomando en cuenta, el objeto del derecho fundamental derivado del Título, esto es el contenido patrimonial del derecho incorporado, este puede ser un derecho de crédito, un derecho real o un complejo de derechos. Véase también, CHULIÁ, F. V.; *“Introducción al Derecho Mercantil”*, 14ª ed. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, España, 2001, Pág. 939. El autor plantea, que el objeto del Título valor, puede ser un derecho real o crediticio.

<sup>88</sup> URÍA, R.; Op. Cit. Pág. 942. Para este escritor, la transmisión del documento tiene la misma eficacia que la entrega material de las mercancías que representan, traditio. La posesión atribuye a su tenedor

posesión atribuye a su tenedor un derecho de disposición sobre la mercancía.

#### 1.4.4 Desde el Punto de Vista de la Forma de Emisión <sup>89</sup>

**a. Títulos emitidos individualmente:** son aquellos en los que cada uno tiene su individualidad y se emiten de manera aislada.

**b. Títulos emitidos en serie o en masa:**<sup>90</sup> son aquellos que componen un género, una declaración de emisión pone en circulación una serie de títulos. Es sobre este tipo de Títulos que se pueden hacer negociaciones en el mercado bursátil, es decir que pueden ser negociados en la bolsa de Valores.<sup>91</sup>

### 1.5 FORMAS DE TRADICION DE LOS TITULOS VALORES

Los títulos valores nacieron para agilizar el comercio y facilitar de este modo la forma de transferir<sup>92</sup> derechos de una persona a otra.<sup>93</sup>

---

la posesión de la mercancía, posesión mediata. La posesión atribuye a su tenedor un derecho de disposición sobre la mercancía.

<sup>89</sup> BROSETA PONT, M.; *“Manual de Derecho Mercantil”*, Vol. II, 12ª ed. Ed. Tecnos, España, 2005. Pág. 405. Lo que el autor plantea, es que cada título valor individual supone una declaración de voluntad; los títulos valores de una serie, distintos y separables, que integran todo u genero nacen de una sola declaración de voluntad.

<sup>90</sup> SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit. Pág. 266 y sgs. Esta misma clasificación es la que expuso el autor en su obra, la cual es una de las más aceptadas por la doctrina; aunque existen otros criterios de clasificación que no son mencionados, el autor resalta únicamente los más significativos.

<sup>91</sup> RODRIQUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 259 y sgs. Según el autor, por lo general estos tipos de títulos son susceptibles de ser representados mediante anotaciones en cuenta, debido a su característica de ser emitidos en serie o en masa, además de ser preferidos para las negociaciones en bolsa; y debido a que todos los títulos de una misma serie tienen el mismo valor su transferencia mediante un registro electrónico es mucho mas factible que la de los títulos individuales. Por lo que la desmaterialización de este tipo de títulos ha evolucionado mucho más que la de otros títulos valores.

<sup>92</sup> ROMERO CARRILLO, R.; *“Nociones de Derecho Hereditario”* 2ª ed. Ed. JURIDICA, El Salvador. 1988, Pág. 2. El autor expone la diferencia entre los términos transferencia y transmisión, la transferencia es el traslado de una parte del patrimonio de una persona a otra por acto entre vivos, por

Es por esta razón que a lo largo de la historia se han consagrado los principios fundamentales, propios de su naturaleza, entre los que destaca la circulación, la cual es considerada como su función principal.<sup>94</sup>

Antes de que existieran los títulos valores, la transferencia de crédito se efectuaba por medio de la *cesión de créditos* la cual presentaba desventajas debido a sus formalidades y ya que la economía y el comercio están fundamentalmente basadas en el crédito, y el surgimiento de los títulos valores dio paso a nuevas formas de transferir los derechos derivados de estos.

Títulos nominativos: se transfieren por endoso o por cualquier otro medio establecido por el derecho civil, seguido de registro.<sup>95</sup> Una vez hecha

---

su parte la transmisión es un término que jurídicamente hablando significa el paso, el traslado de patrimonio del poder de una persona por fallecimiento de la misma, al de otra u otras personas. Véase Al respecto el Art. 776 C. el cual expone que la nuda propiedad puede transferirse por acto entre vivos, y transmitirse por causa de muerte; el Código Civil hace una clara diferencia entre transferencia y transmisión. Somos de la opinión que es más adecuado por las razones antes expuestas utilizar el término transferencia de títulos valores, aunque muchos autores utilizan el termino transmisión; al igual que lo hace el legislador en la redacción del Código de Comercio en el Art. 630 el cual establece que la transmisión del título valor implica el traspaso del derecho principal incorporado, así como de las garantías y demás derechos accesorios y a falta de estipulación en contrario, la transmisión del derecho a los intereses y dividendos devengados

<sup>93</sup> CHULIÁ, F. V.; Op. Cit. Pág. 936. Manifiesta este autor en su obra, que los Títulos Valores han contribuido a facilitar la circulación de los derechos, ya que presenta múltiples ventajas frente a otras formas de transmisión de derechos como la cesión.

<sup>94</sup> LARA VELADO. R.; “*Introducción al Estudio del Derecho Mercantil*”, 2ª ed. Ed. Universitaria de El Salvador. El Salvador. 1972. Pág. 194. Este autor define los títulos valores basándose en su función principal, de esta manera dice que los títulos valores son documentos mercantiles, de naturaleza especial cuya regulación obedece a la necesidad de facilitar y garantizar su circulación, o sea de permitir que pasen de unas manos a otras, dando al adquirente plena garantía en cuanto a los derechos que se derivan del título que adquiere. Por su parte SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit., Pág. 4. En su definición de título valor denota especial relevancia a la función circulatoria del título manifestando que título valor es el documento esencialmente transmisible necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo en él mencionado.

<sup>95</sup> Tratándose de un título valor como las acciones nominativas, para su transmisión, necesita de ciertas formalidades especiales, por endoso seguido de registro o por cualquier otro medio establecido en el Derecho Civil, siempre seguido del registro, como en el caso de transmisión por herencia. Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, sentencia CS1184.00, 14:30h, 26-05-2000 caso Alex Alfonso Salaverría Lagos, Vrs. "AGROIN LA JOYA, S.A. de C.V."

la transmisión o constituido el derecho real se requiere la presentación al emisor,<sup>96</sup> para que se hagan las debidas anotaciones en el texto o en el registro;<sup>97</sup> los Títulos a la orden,<sup>98</sup> se transfieren por endoso<sup>99</sup> o por cualquier otro medio legal seguido de la entrega del documento, y los Títulos al portador,<sup>100</sup> se transfieren por la simple entrega material del título, contengan o no la cláusula al portador ya que no designan a persona alguna como titular del derecho en ellos incorporado.<sup>101</sup>

Sin perder de vista las características propias de cada título, estos pueden ser transferidos por los siguientes medios:

---

<sup>96</sup> SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit. Pág. 13. Al respecto el autor establece que los títulos nominativos emitidos individualmente pueden transmitirse simplemente poniendo en conocimiento del deudor la transmisión, y éste queda obligado con el nuevo acreedor en virtud de la notificación. En el caso de los títulos nominativos emitidos en serie o en masa su transmisión requiere también la notificación al emisor y su colaboración, en el sentido de que éste ha de inscribir esa transmisión en un libro de los títulos nominativos emitidos por ella; Por su parte URÍA, R.; Op. Cit. Pág. 942. Establece el autor que según la ley de circulación de los títulos nominativos la cual es más complicada que la de ningún otro título de crédito.

<sup>97</sup> Somos de la opinión que es de la esencia de los títulos nominativos ser restringidos en cuanto a su circulación, porque designan como titular a una persona determinada lo que debe consignarse tanto en el título como en el registro de los mismos, el cual deberá llevar el emisor, esto según el Art. 654. Com. por lo que su transmisión siempre deberá seguir esas reglas para ser legítimas.

<sup>98</sup> RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 261. Define el autor los títulos a la orden como títulos expedidos a favor de persona determinada que pueden ser transmitirse por simple endoso; para ESCUTÍ, I.; Op. Cit. Pág. 15. Los títulos a la orden pueden ser transmitidos por endoso que, en su expresión más simple, se manifiesta mediante la firma del endosante puesta al dorso del documento; finalmente URÍA, R.; Op. Cit. Pág. 947. Establece que carácter esencial de los títulos a la orden, es el ser documentos nacidos para circulación. En la cláusula “a la orden” se refleja la vocación innata del título a salir de las manos del primer tomador e ir a parar a las de otra persona a cuya orden se mandará hacer el pago.

<sup>99</sup> ARAYA, C.; “*Títulos Circulatorios*”, Ed. Astrea, Buenos Aires, Argentina, 1989. Pág.128. Según el autor, el medio característico, propio para la circulación de los títulos a la orden, es el endoso, que unido, a la tradición, transmite la propiedad del documento y la titularidad de los derechos incorporados, con el efecto de autonomía. Al respecto el Art. 659 Com. Establece que los títulos a la orden serán transmisibles por endoso, seguido de la entrega del documento, sin perjuicio de que puedan transmitirse por cualquier otro medio legal.

<sup>100</sup> El Art. 675. Com. Establece que son títulos al portador los que no están expedidos a favor de persona determinada, contengan o no la cláusula al portador; se transmiten por simple entrega

<sup>101</sup> GARRIGUES, J “*Derecho Mercantil*”. Tomo I. 3ª ed. Ed. General Álvarez de Castro, Madrid, España, 1955. Pág.634 y 635. Expone el autor, que la tradición material representa la ley de circulación del título al portador y la posibilidad de ejercicio del derecho en él incorporado. Esto significa que toda adquisición de la posesión del título legitima para el ejercicio del derecho. La tradición confiere la investidura para ese ejercicio.

### 1.5.1 Endoso <sup>102</sup>

El endoso, es el medio típico de transferencia de los títulos valores<sup>103</sup> y se define como el acto por el cual un tenedor legítimo de un Título Valor lo transfiere a favor de un tercero o constituye a favor de éste determinados derechos o le delega determinadas facultades;<sup>104</sup> de esa manera se puede afirmar que el endoso es la simplificación al máximo de las formalidades de traspaso de un documento.<sup>105</sup>

De esa forma, se considera que el endoso es una cláusula accesoria e inseparable del título, en virtud de la cual el acreedor cambiario pone a otro en su lugar, transfiriéndole el título con efectos que pueden ser limitados o ilimitados.<sup>106</sup>

---

<sup>102</sup> Véase al respecto: SANCHEZ CALERO, F.; Op. Cit. Pág. 13; GARRIGES J.; “*Derecho Mercantil*”, Op. Cit. Pág. 634; HERNADEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 61; RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 261; VASQUEZ LOPEZ, L.; “*Derecho Mercantil los Títulos Valores*”, Recopilación de Separatas, Ed. Lis, El Salvador. Pág. 12; TORREALBA TORUÑO, O.; Op. Cit. Pág. 32; URÍA, R.; Op. Cit. Pág. 942; CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 21; ESCUTI, I.; Op. Cit. Pág. 37; LARA VELADO, R.; Op. Cit. Pág. 199.; CHULÍA, F. V.; Op. Cit. Pág. 936.; ASTUDILLO URSUA, P.; “*Los Títulos de Crédito*”, 5ª ed. Ed. Porrúa, México, 1998. Pág. 142 a 160; RAMIREZ VALENZUELA, A.; “*Introducción al Derecho Mercantil y Fiscal*”, 1ª ed. Ed. LIMUSA, México, 1993, Pág. 47 y 48; GOMEZ LEO, O. R.; “*Instituciones de derecho Cambiario*”, Tomo II –A, 2ª ed. Ediciones DEPALMA, Argentina, 1986, Pág. 355; ARAYA, C.; Op. Cit. Pág. 125 y sgs.; MANTILLA MOLINA, R.; “*Títulos de Crédito Cambiarios*”, 1ª ed. Ed. Porrúa, S.A., México. 1977, Pág. 55 y sgs.

<sup>103</sup> VASQUEZ LOPEZ, L.; Op. Cit. Pág. 12. Según el autor, el endoso aparece, históricamente, como, una cláusula accesoria de la letra de cambio, a principios del siglo XVIII. El endoso fue un acontecimiento muy importante en la historia de la letra, porque le dio a este documento una facultad muy amplia de circulación, convirtiéndola en un verdadero sustituto del dinero.

<sup>104</sup> ASTUDILLO URSUA, P.; Op. Cit., Pág. 145. Para el autor, la teoría moderna, considera al endoso, como un acto unilateral y formal, que presupone la existencia de un Título nominativo, mediante el cual se transmite la propiedad del Título junto con la entrega; y que el endoso es a la transmisión, lo que el acto de emisión es a su creación.

<sup>105</sup> LARA VELADO, R.; Op. Cit. Pág. 199. Esta es la definición de endoso que el autor expone en su obra y agrega que en materia civil, el traspaso requiere el otorgamiento de un documento en que el titular exprese traspasarlo y el adquirente aceptarlo, acto que también debe ser notificado al deudor; en materia cambiaria, basta con que se endose el título, no siendo necesario ni el otorgamiento de un documento nuevo ni la notificación al deudor.

<sup>106</sup> Al respecto de la definición de endoso, GOMEZ LEO, O. R.; Op. Cit. Pág. 355. Hace una de las definiciones más completas, estableciendo que “Es un acto cambiario, unilateral, completo,

La principal función del endoso es su función legitimadora la cual es la habilitación formal para exigir el cumplimiento de los derechos incorporados o para transmitir legítimamente el documento.

#### 1.5.1.1 Requisitos del Endoso <sup>107</sup>

El endoso debe constar en el título o en hoja adherida al mismo;<sup>108</sup> además debe llenar los siguientes requisitos: Nombre del endosatario, Clase de endoso, Lugar y fecha, Firma del endosante o de la persona que suscriba el endoso, a su ruego o en su representación.

De los requisitos mencionados, la firma junto con la inseparabilidad son los únicos considerados esenciales.<sup>109</sup> Si falta la firma del endosante o de quién firma a su ruego o en su nombre, prácticamente no hay endoso.

#### 1.5.1.2 Clases de Endoso

El tema de las clases de endoso es muy amplio y su tratamiento merecería una investigación exclusiva, por lo que nos referiremos a ellas en forma breve, únicamente para sentar las bases doctrinarias de la investigación.

---

formalmente accesorio y sustancialmente autónomo, que se comporta como negocio abstracto, mediante el cual, se transmite la propiedad del documento, y con ello la titularidad del derecho emergente de él, habilitando al endosatario para ejercer todos los derechos resultantes del Título, a la vez que el endosante asume la responsabilidad de garantía, aceptación y pago”.

<sup>107</sup> Los requisitos que debe llenar el endoso se encuentran regulados en el Art. 662. Com.

<sup>108</sup> MANTILLA MOLINA, R.; Op. Cit. Pág. 72 y sgs. Establece el autor como caracteres de los títulos cambiarios los siguientes: autonomía, independencia, literalidad, formalidad, completividad, legitimación abstracción, incondicionalidad y solidaridad. En ese sentido, manifiesta que la completividad significa que el título debe bastarse a sí mismo, ser autosuficiente y contener todas las relaciones y todos los derechos emergentes de él. En consecuencia, no puede hacer referencia alguna a otro instrumento, ni puede ser modificado por otro, ya que solamente del título surgen los derechos y obligaciones cambiarias.

<sup>109</sup> ASTUDILLO URSÚA, P.; Op. Cit. Pág. 357. Establece el autor que los únicos requisitos esenciales son la firma del endosante y la inseparabilidad del endoso en el documento, los demás no son estrictamente necesarios o los presume la ley.

**a. Endoso en blanco o incompleto.** Por su contenido literal el endoso puede ser completo o incompleto.<sup>110</sup> Cuando se hayan llenado todos los requisitos establecidos por la legislación será completo, e incompleto cuando falten alguno o todos los requisitos no esenciales.<sup>111</sup> El endoso incompleto es un endoso en blanco.

**b. Endoso al portador.** El endoso al portador produce los efectos del endoso en blanco.<sup>112</sup>

**c. Endoso en procuración.** El endoso que contenga las cláusulas *en procuración, al cobro*, u otra equivalente, no transfiere la propiedad; pero da facultad al endosatario para presentar el documento a la aceptación, para cobrarlo judicial o extrajudicialmente, para protestarlo en su caso. El endosatario tendrá todos los derechos y obligaciones de un mandatario<sup>113</sup> incluso los que requieran cláusula especial, salvo el de transmisión del dominio.<sup>114</sup>

---

<sup>110</sup>RAMIREZ VALENZUELA, A.; Op. Cit. Pág. 50. Al respecto el autor establece que desde el punto de vista formal, el endoso puede ser de dos maneras: a) Endoso completo, el que consiste en una razón puesta al reverso del título, en la que el endosante manifiesta endosarlo a determinada persona, que se denomina endosatario, fechándola y firmándola. b) Endoso en blanco, que consiste en la simple firma del endosante puesta al reverso del título; manifiesta además que de acuerdo a la regla general antes indicada, cualquiera de los endosatarios puede llenar los endosos en blanco.

<sup>111</sup> El art. 665 Com. establece que el endoso puede hacerse en blanco, con la sola firma del endosante. Cualquier tenedor legítimo puede llenar con su nombre o el de un tercero el endoso en blanco, o transmitir el título sin llenar el endoso.

<sup>112</sup> El art. 665 Inc. 2 Com. Establece que el endoso al portador produce los efectos del endoso en blanco, pero esto no ocurre a la inversa, el endoso en blanco no convierte el título emitido a la orden en un título al portador, aunque la postura es discutida entre los autores.

<sup>113</sup> CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 25. Según el autor una consecuencia de esto es que los obligados podrán oponer al endosatario las excepciones que tengan contra el endosante; ya que el endosatario obra a nombre y por cuenta de aquél; y no podrán oponer, consecuentemente las excepciones que tengan personalmente contra el endosatario.

<sup>114</sup> Según el Art. 666. Com. El endoso al cobro podrá hacerse únicamente a favor de las instituciones de crédito, a las organizaciones auxiliares o a los abogados.

**d. Endoso en propiedad.**<sup>115</sup> El endoso en propiedad<sup>116</sup> o endoso pleno complementado con la tradición transfiere el título en forma absoluta; este tipo de endoso causa dos efectos; uno principal que es el de transferir la titularidad del documento al endosatario, esto incluye los derechos inherentes al documento, las garantías y los demás derechos accesorios; y otro secundario, que es el de constituir al endosante en responsable solidario de las prestaciones que el título incorpora.<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup>El endoso en propiedad de los títulos valores, como medio de transferencia de la titularidad de los derechos que este incorpora, da paso a una amplia gama de negocios jurídicos entre los que se encuentra el contrato de descuento. Para AZUERO RODRIGUEZ. S.; “*Contratos Bancarios: Su Significación en América Latina*” 4ª ed. FELABAN, Bogotá, Colombia, 1990, Pág. 351. El contrato de descuento consiste, en la entrega de una suma de dinero por parte del banco a su cliente, mediante la transferencia como contraprestación de un crédito no vencido a cargo de tercero. El monto de la entrega realizada por el banco está determinado por el valor del crédito transferido menos el interés equivalente al plazo pendiente entre la fecha del descuento y la del vencimiento del título; Según VILLEGAS. C. G.; “*El Crédito Bancario*”. Ed. DePalma, Buenos Aires. 1988. Pág. 44. Por medio del descuento el cliente o descontatario, lleva al banco o descontante documentos de terceros para descontar, sean letras de cambio, pagarés, facturas, certificados de obra etc., con vencimientos no superiores a 180 días plazo, el banco acepta descontar esos documentos; en ese momento el banco requerirá del cliente el endoso de los títulos de crédito, la cesión de las facturas, certificados de obra u otros papeles que no sean títulos de créditos transmisibles por endoso. Contra la entrega de esos documentos se deberá suscribir el contrato de descuento. Suscrito éste, el banco entregará por caja al cliente o acreditará en su cuenta el importe del descuento. El importe del descuento será equivalente al monto total de los créditos descontados, deducidos los intereses. Éstos se calculan con arreglo a la tasa pactada o vigente en plaza o fijada por la autoridad monetaria, según corresponda, y por el tiempo que falta para que estos documentos sean exigibles. El banco recibe los documentos, endosados o cedidos en propiedad no en garantía, de modo que cuando venzan los documentos puede exigir su pago a los deudores del descontatario, es decir, a los obligados en los documentos descontados. Si los documentos no son pagados el banco exigirá al cliente su pago. Si éste no paga, puede perseguir su cobro judicial sea por vía de la acción cambiaria o por vía ordinaria o ejecutiva, fundado en el contrato de descuento. Esta operación da al banco la garantía de todos los firmantes de los documentos descontados y los de su propio cliente. Y, generalmente, dos tipos de vías de acciones judiciales, la ejecutiva y la ordinaria. El contrato de descuento esta regulado en los Arts. 1119 al 1124 Com.

<sup>116</sup> MANTILLA MOLINA, R.; Op. Cit. Pág. 72. Plantea el autor, que el endosatario en propiedad queda investido plenamente de la posición de acreedor cambiario, inmune a todas las excepciones que no resulten de lo escrito en el título, o a las de carácter personal que contra él tenga la persona a quien reclame el pago.

<sup>117</sup> RAMIREZ VALENZUELA, A.; Op. Cit. Pág. 57. Este autor expone que el endoso en propiedad, al que también llama endoso pleno, produce dos efectos el primero transferir la titularidad del documento y el segundo la constitución del endosante en responsable solidario. Al respecto nuestra legislación establece en el Art. 667 inc. 1 Com. El endoso en propiedad transfiere, además de la propiedad del título, todos los derechos incorporados y obliga solidariamente a los endosantes.

**e. Endoso en garantía.** Es una forma de establecer un derecho real de prenda sobre la cosa mercantil título valor.<sup>118</sup> El derecho que el endosatario en prenda adquiere es un derecho autónomo, ya que posee el título en su propio interés, de esa forma las excepciones que se tengan contra el endosante no pueden oponerse al endosatario en garantía.<sup>119</sup>

**f. Endoso en retorno.** Este tipo de endoso más que una categoría es una situación del mismo, que la doctrina tradicionalmente llama endoso en retorno. La ley no descarta la posibilidad de que el título venga a parar por endoso a manos de uno de los obligados en el mismo título.

---

<sup>118</sup>MUÑOZ, L.; “*Contratos y Negocios Jurídicos Financieros*” Tomo II. Ed. Universidad. Buenos Aires, Argentina, 1981, Pág. 306. Tal como lo manifiesta el autor, el anticipo es un negocio jurídico financiero de apertura de crédito, en virtud del cual el acreditado o anticipado obtiene del acreditante o anticipante un determinado crédito mediante la prenda de bienes, mercancías, títulos o valores. El contrato de anticipo se encuentra regulado en el Art. 1138 Com. y puede recaer sobre títulos valores, los cuales pueden ser de contenido crediticio, representativos de mercancías o títulos de participación; mercancías depositadas en Almacenes Generales, en cuyo caso bastará la negociación del bono de prenda u otras mercancías que pueden depositarse en un tercero por cuenta del acreedor Art. 1140 Com. El endoso en garantía o en prenda es de vital importancia para el perfeccionamiento del contrato de anticipo cuando el objeto de este recae sobre títulos valores, ya que la constitución de dicho endoso es lo que da vida al negocio jurídico; de esta manera el anticipante se convierte en acreedor prendario del anticipado, lo que constituye un derecho real, que garantiza el pago del crédito que se ha otorgado. Por su parte, AZUERO RODRIGUEZ. S.; Op. Cit. Pág. 346. El autor establece que la prenda sobre títulos valores se perfecciona en el caso de los títulos a la orden por el simple endoso restrictivo seguido de la entrega y en el caso de los títulos nominativos por endoso seguido de registro en los libros del emitente, la forma más reconocida por su eficacia. Cuando el anticipo recae sobre otros títulos en los cuales conste un crédito, la prenda se constituye con su cesión y entrega y la notificación al deudor.

<sup>119</sup> CHIOVENDA, G.; “*Curso de Derecho Procesal Civil*”, Biblioteca Clásicos del Derecho Procesal Tomo IV. Ed. Mexicana. México. 1997. Pág. 150. El maestro define la excepción en sentido propio como un contraderecho frente a la acción y, precisamente por esto, es un derecho de impugnación, es decir, un derecho potestativo dirigido a la anulación de la acción. Al respecto el Art. 668 Com. establece que el endoso que contenga la cláusula “en garantía”, “en prenda” u otra equivalente, confiere al endosatario los derechos y obligaciones de acreedor prendario respecto al título endosado y a los derechos incorporados, comprendiendo las facultades del endoso al cobro. En este caso, los obligados no podrán oponer al endosatario las excepciones personales que tengan contra el endosante. Véase las sentencias antes citadas dictadas por la Sala de Civil de la Corte Suprema de Justicia: sentencia CMS1313.03, 10:15h 11-08-03. Caso PROMERICA, S.A. de C.V. vrs. Roberto Bukele Siman; sentencia CMS84C04.05, 09:15h 14-03-05. Caso Borgonovo Pohl, S.A. de C.V. vrs. Súper Inversiones, S.A. de C.V.; y sentencia de las 09:00h 19-05-95. Caso Parada. vrs. Adán Hernández García y otro.

La época del endoso está limitada por la fecha de vencimiento del título. El título sólo puede endosarse plenamente mientras no ha vencido, porque hasta entonces funciona el crédito en él incorporado.<sup>120</sup>

**g. Endoso en Administración.**<sup>121</sup> Como lo establecimos anteriormente, esta clase de endoso, es la que se utiliza en la Desmaterialización de Títulos Valores, y consiste en la transferencia de valores nominativos o a la orden, por el depositante, a favor de una Central Depositaria,<sup>122</sup> a fin que sean administrados por esta, de forma electrónica, hasta el momento en que dichos valores sean retirados de la Central depositaria, y se realiza a través del sistema de Anotaciones en Cuenta.<sup>123</sup>

Este tipo de depósito tiene como finalidad justificar la tenencia de los valores, el ejercicio de las funciones del depósito de valores y legitimar a las propias instituciones para llevar a cabo el endoso en administración, sin constituir a su favor ningún derecho distinto a los expresamente establecidos.

La figura del endoso en administración, se utiliza para la negociación de Títulos Valores en la Bolsa de Valores y se encontraba regulado en la Ley del mercado de valores, pero fue derogado con la entrada en vigencia de

---

<sup>120</sup> Al respecto el Art. 670 Com. establece que el endoso posterior al vencimiento produce el efecto de la cesión de crédito.

<sup>121</sup> Consideramos, que el endoso en administración, es una respuesta a las necesidades de la globalización de la economía, pues, es un moderno y seguro mecanismo, por medio del cual se registran y administran de forma electrónica los Valores, que se negocian en las diferentes Bolsas de Valores, ampliando, acelerando y facilitando la circulación de estos.

<sup>122</sup> La Central Depositaria de Valores, Es una entidad especializada que recibe títulos valores, para administrarlos mediante un sistema computarizado de alta seguridad. Su objetivo es eliminar el riesgo que para los tenedores representa el manejo de títulos físicos, agilizando las transacciones en el mercado secundario y facilitando el cobro de rendimientos de capital e intereses.

<sup>123</sup> Sobre este tema, se abordara con amplitud en el capítulo II de nuestra investigación, pero vale decir que las Anotaciones en Cuenta son un sistema contable, que permite la transferencia de valores de cuenta a cuenta, sin necesidad que exista desplazamiento físico de los Títulos Valores, pues estos ya han sido desmaterializados.

la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta,<sup>124</sup> la cual, lo considerado un mandato a favor de la Central Depositaria para que esta, administre valores de forma electrónica.

El depósito de valores en administración, opera a través de dos formas:

- **Macrotítulo:**<sup>125</sup> La depositaria ira haciendo deducciones parciales, conforme se efectúen las colocaciones en la bolsa de valores, acreditando a las cuentas de sus clientes los valores negociados en la bolsa.

- **Endoso en Administración:**

I. Testimonio de Escritura Pública de Emisión: Se deberá expedir ante notario, a favor de la depositaria, estableciendo que la emisión de valores estará representada por medio de Anotaciones en Cuenta y que será entregada en depósito y administración o custodia a la Central Depositaria.

II. Entrega de Títulos: Se hará mediante la simple entrega de los Títulos Valores si son al portador, y en caso sean nominativos o a la orden,

---

<sup>124</sup> FUSADES.; “*Reflexiones sobre el anteproyecto de reformas al Código de Comercio, presentado a la Asamblea Legislativa*”, Ed. FUSADES, El Salvador, 2002, Pág. 5. En el artículo 50 del anteproyecto, se introduce la figura del endoso en administración. Sin embargo, tal norma no hace sino referirse a la figura ya contenida en el artículo 79-A de la Ley del Mercado de Valores; es decir, no hay tal creación de concepto ni introducción del mismo, puesto que dicha figura jurídica ya tiene sanción legal autónoma. Por otra parte, es más técnico que tal disposición figure en la ley del Mercado de Valores, puesto que el endoso en administración solamente puede efectuarse a instituciones que se dediquen a operaciones bursátiles. La reforma propuesta es, aunque no perniciososa, sí inútil.

<sup>125</sup> Macrotítulo, es un Documento que aglutina un conjunto de valores emitidos en forma física, y es un punto intermedio entre la desmaterialización de valores y los valores físicos. En El Salvador, se estableció para la representación de Valores, de naturaleza heterogénea y que no se agrupan como emisiones. En sentido escrito, implica que aun existe valores Físicos, aunque agrupados como macrotítulos, haciendo que no exista una plena desmaterialización de valores. Su contenido y características no se encuentran regulados en ninguna legislación salvadoreña.

mediante su endoso en administración, hecho por el legítimo titular a favor de la depositaria.

Una vez endosados en administración,<sup>126</sup> la Central Depositaria lo inscribirá en un Registro de Emisiones, en el cual, se documentaran electrónicamente todos los actos que creen, modifiquen o extingan valores representados mediante Anotaciones en Cuenta y los actos que las graven o afecten.<sup>127</sup>

En resumen, las consecuencias que produce el Endoso en Administración son la justificación de la tenencia de los valores por la depositaria, la autorización de la depositaria para efectuar transferencias entre cuentas y para ejercer los derechos de toda índole que los valores confieran a su titular.<sup>128</sup>

### **1.5.2 Transferencia por Recibo**

Los títulos valores a la orden, pueden transferirse por endoso el cual es su medio normal, pero también pueden transferirse por otros medios. Si un título retorna a un obligado, puede transferírsele por medio de recibo que, como el endoso, deberá extenderse en el documento mismo o en hoja

---

<sup>126</sup> Los Títulos Valores susceptibles de ser endosados en administración son los Certificados de Inversión, Bonos, Acciones, Reporto, Letras de Cambio Bursátiles y Letras del Tesoro, sobre estos se profundizara mas adelante.

<sup>127</sup> PEREIRA CHACON, L. P. y ALFARO SERRANO, R.C.; Tesis “*Consecuencias Jurídico – Financiero del Endoso en Administración Regulado en Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta*”, Universidad De El Salvador, El Salvador, 2006, Pág. 45. Previo a su negociación en el mercado primario, los valores deben entregarse a la depositaria en administración, por lo tanto se autoriza a ella para que pueda ejercer los derechos y obligaciones que de los valores se deriven, y es ahí cuando el depositante coloca a la depositaria en su lugar.

<sup>128</sup> Sobre este ultimo punto, debemos establecer, que la Central Depositaria tiene la facultad de ejercer en nombre del titular de la cuenta de deposito, los derechos económicos inherentes a los valores que figuren en la misma, pero, en el caso de los derechos sociales, necesita la existencia de un pacto expreso previo.

adherida a él. Este tipo de transferencia por su naturaleza solo puede hacerse después de vencido el título.<sup>129</sup>

### 1.5.3 Cesión Ordinaria de Derecho<sup>130</sup>

El título valor aunque sea esencialmente endosable puede transferirse mediante una cesión de crédito.

Lo que ocurre normalmente cuando los títulos han vencido, ya que el endoso posterior al vencimiento produce los efectos de la cesión de crédito,<sup>131</sup> esto no impide que los títulos valores puedan cederse antes de su vencimiento ya que la ley así lo permite<sup>132</sup> y en casos particulares como los de los títulos valores a la orden con las cláusulas *no negociable* o *no a la orden* se exige que su transferencia se haga mediante cesión ordinaria.<sup>133</sup>

---

<sup>129</sup>CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 27 y 28. Para el autor los títulos al portador también pueden transferirse por recibo, aunque él prefiere llamarlo transmisión por recibo, el cual equivale a un endoso con la diferencia de que el endoso es válido cuando el título no ha vencido, una vez vencido el título el endoso equivale a una cesión ordinaria; lo contrario ocurre en la transferencia por recibo, la cual solo puede hacerse una vez el título haya vencido y produce los efectos del endoso sin responsabilidad. Al respecto de lo expresado por el autor, el Art. 673 Com. Establece que el título valor puede transmitirse por recibo de su importe extendido en el mismo documento o en hoja adherida al mismo, caso de ser imposible hacerlo constar en el título, a favor de un avalista o de cualquier otro responsable del mismo, cuyo nombre debe hacerse constar en el recibo. Esta transmisión produce los efectos de un endoso sin responsabilidad.

<sup>130</sup> HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 77. El autor define la cesión de crédito como un contrato traslativo de dominio por el cual un derecho distinto del de propiedad pasa del dominio del cedente al del cesionario. Como consecuencia de lo anterior, la cesión de créditos corresponde a aquella subespecie del contrato de cesión en virtud de la cual la titularidad de un derecho de crédito se transmite de un sujeto de derecho denominado cedente a otro denominado cesionario, de ahí que el elemento distintivo de la cesión de créditos corresponde a su objeto, dado que no corresponde a cualquier derecho o acción sobre una cosa, sino que la misma versa sobre un derecho de crédito.

<sup>131</sup>El Art. 670 Com. Establece que el endoso posterior al vencimiento del título produce el efecto de la cesión de crédito.

<sup>132</sup>El Art. 659 Com. Establece que los títulos a la orden serán transmisibles por endoso, seguido de la entrega del documento, sin perjuicio de que puedan transmitirse por cualquier otro medio legal.

<sup>133</sup> El Art. 658 Com. Establece que los títulos a favor de persona determinada se entenderán extendidos a la orden, salvo inserción en su texto, o en el de un endoso, de las cláusulas "no a la orden" o "no negociable". Las cláusulas dichas podrán ser inscritas en el documento por cualquier tenedor legítimo

No obstante lo anteriormente expuesto, la figura de la cesión no es utilizada comúnmente para negociar títulos no vencidos, ya que el endoso es su medio natural de transferencia,<sup>134</sup> ofrece múltiples ventajas sobre la cesión, que es una figura del derecho civil,<sup>135</sup> pues esta requiere documentos<sup>136</sup> y procedimientos<sup>137</sup> especiales como la notificación al deudor, para surtir efectos plenos; lo que no es conveniente para la celeridad de las transferencias de títulos valores que surgen precisamente para facilitar y agilizar las transacciones comerciales.<sup>138</sup>

---

y surtirán sus efectos desde la fecha de su inserción. El título que contenga las cláusulas de referencia, sólo será transmisible en la forma y con los efectos de una cesión ordinaria.

<sup>134</sup> ARAYA, C.; Op. Cit. Pág. 134. El autor expone que el endoso es el instrumento de total idoneidad, es decir, normal para la circulación de los títulos, no es el necesario, ni el único, ya que en determinadas circunstancias, títulos concebidos no a la orden, o con endoso posterior al protesto por falta de pago o al término fijado para realizar el protesto o que aquél derive de un acto separado, aún anterior al vencimiento se transmiten por cesión.

<sup>135</sup> CHULIÁ, V.; Op. Cit. Pág. 936. Manifiesta el autor que los títulos valores han contribuido a facilitar la circulación de los derechos. Frente a las dificultades que presenta la cesión de derechos, el título valor presenta como ventajas: 1º la descripción del derecho por el deudor; 2º la creación de un documento apto para múltiples transmisiones del derecho sin necesidad de notificarlas al deudor; 3º la conexión entre derecho y documento, de modo que sólo mediante la presentación de éste es exigible el pago; 4º la promesa expresada por el emisor de pagar a cualquier tercero sin oponerle las excepciones personales derivadas de sus relaciones con el primer acreedor tomador del documento; y 5º el deudor no puede oponerle al tenedor del documento el pacto de no ceder estipulado con el acreedor, puesto que ha consentido la cesión.

<sup>136</sup> Al respecto el Art. 1691 Código Civil establece que la cesión de un crédito personal, a cualquier título que se haga, no tendrá efecto entre el cedente y el cesionario sino después de haberse llenado los requisitos mencionados en el Art. 672 C. que a su vez dice que la tradición de los derechos personales que un individuo cede a otro, se verifica por la entrega del título hecha por el cedente al cesionario con una nota que contenga, la fecha de ésta, el traspaso del derecho al cesionario, designándolo por su nombre y apellido, y la firma del cedente, o la de su mandatario o representante legal. La nota de que se habla puede reemplazarse por un instrumento separado en que se haga constar la cesión, si no hubiere título, la tradición del derecho se opera por el otorgamiento de un instrumento en que se consigne el contrato de cesión.

<sup>137</sup> El Art. 1692. Com. Establece que la cesión no produce efecto contra el deudor ni contra terceros, mientras no ha sido notificada por el cesionario al deudor o aceptada por éste.

<sup>138</sup> MANTILLA MOLINA, R.; Op. Cit. Pág. 55. EL autor expresa que los inconvenientes de la cesión de derechos fueron superados en una etapa temprana de la evolución del derecho cambiario, por una institución, propia creada por los usos, y recogida en la actualidad en todas las legislaciones: el endoso. Una simple anotación en el *dorso* del documento (de aquí proviene el nombre de esta figura jurídica) seguida de la entrega del documento mismo, basta para transmitir la propiedad del título, y legitimar al nuevo propietario para ejercer el derecho literal que en él consigna.

En sentido amplio, se entiende por cesión de créditos el acto entre vivos en virtud del cual un nuevo acreedor sustituye al anterior en la misma relación obligatoria. La cesión de créditos es una especie del género "cesión de derechos".<sup>139</sup>

Los valores representados mediante anotaciones en cuenta o desmaterializados pueden ser cedidos mediante la figura de la dación en pago, o a título gratuito, esta transferencia se realiza fuera de la Bolsa de Valores, para lo cual es necesario que el titular presente a la entidad Depositaria el instrumento público otorgado en legal forma, para que esta proceda a efectuar la transferencia entre cuentas.<sup>140</sup>

#### 1.5.3.1 Diferencias entre Endoso y Cesión<sup>141</sup>

El endoso debe constar precisamente en título y la cesión puede hacerse separadamente.

Al endosatario no pueden oponérsele las excepciones que pudieron oponérsele al cedente. El cedente de un crédito responde, en los términos del derecho civil, de la existencia del crédito; pero solamente de su existencia, y no de la insolvencia del deudor. El endosante se convierte en

---

<sup>139</sup> La cesión de derechos comprende tres categorías cesión de créditos personales, cesión de derechos hereditarios y cesión de derechos litigiosos, esto se encuentra regulado en los Arts. 1691 y sgs. Del Código Civil.

<sup>140</sup> Ley de anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta. Decreto Legislativo No 742, D. O. N° 57, Tomo N° 354, 22 de marzo de 2002. En su Art. 12 regula las transferencias fuera de bolsa y establece que los valores anotados pueden transferirse o transmitirse fuera de bolsa únicamente por causa de muerte, mediante dación en pago, adjudicación judicial o a título gratuito.

<sup>141</sup> Véase al respecto: ARAYA, C.; Op. Cit. Pág. 100; ASTUDILLO URSÚA, P.; Op. Cit. Pág. 150; GOMEZ LEO, O. R.; Op. Cit. Pág. 355; ASCARELLI, T.; *“Teoría General de los Títulos de Crédito”*, Traducción de Rene Cacheaux Sanabria, Ed. Jus, México, 1947; LIBERTINI, M.; *“Premesse a una Rivisione della Teoria Unitaria del Titoli di Credito”*, en Banca, Borsa e Titoli di Credito, Italia, 1972, Pág. 265.

deudor, obligado al pago del título en caso de que el principal obligado no pague.

La cesión es un contrato; en consecuencia los derechos y obligaciones nacen del contrato entre cedente y cesionario. En cambio, los derechos y obligaciones nacidas del endoso no son derivadas de un contrato, sino de un acto unilateral, por el cual el tenedor coloca a otro en su lugar.<sup>142</sup>

La cesión tiene siempre por objeto un crédito; se cede un crédito, y en el endoso no se cede un crédito como cosa principal, lo que hay en realidad, es la transferencia de una cosa mueble.<sup>143</sup> Un crédito puede ser cedido parcialmente.<sup>144</sup> En cambio el endoso no puede ser parcial, ya que todo endoso parcial es nulo.

La cesión es consensual y el endoso es real. La primera se perfecciona por el simple consentimiento de las partes,<sup>145</sup> en cambio, el endoso no se perfecciona por la simple formalidad, para que surta efecto, se necesita además de la tradición de la cosa, la entrega del título, si no hay tradición no surte efectos el endoso.

---

<sup>142</sup> CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 22. Explica el autor que naturalmente para que exista el endoso deberá haber normalmente un contrato subyacente, pero de tal convención no derivan los derechos y obligaciones nacidos del endoso; ya que el endoso es una declaración unilateral abstracta, con efectos propios, independientes del contrato que le dio origen.

<sup>143</sup> URÍA, R.; Op. Cit. Pág. 939. Según el autor los títulos valores funcionan en el comercio como cosas, por tanto pueden ser objeto de negocios jurídicos y de derechos reales, de esta forma los títulos reciben el tratamiento jurídico de las cosas muebles, por tanto los títulos se compran, se venden, y se permutan, se transfieren y adquieren por sucesión *mortis causa* y por donación, pueden ser objeto de depósito, de transporte, de prenda o de usufructo y ser judicialmente embargados y enajenados en procedimiento de apremio.

<sup>144</sup> El Art. 664 Com. Establece que el endoso parcial es nulo, únicamente pueden endosarse parcialmente los certificados de acciones de las sociedades de capitales.

<sup>145</sup> BAQUEIRO ROJAS, E.; “*Derecho Civil*” 1ª ed. Ed. Oxford University Press México S.A. de C. V. México, 2002, Pág. 25. Según lo define el autor, consensuales son los actos jurídicos que se perfeccionan por la sola expresión de la voluntad sin necesidad de requerir formalidad alguna.

La cesión puede someterse a condición alguna.<sup>146</sup> El endoso, debe ser puro y simple. Una cláusula condicional no anularía el endoso, sino que simplemente tal cláusula no surtiría efectos jurídicos; se tendría por no escrita.

#### **1.5.4 Transferencia por Medios Electrónicos**

La revolución informática fue acompañada por una conmoción exteriorizada en la explosión del conocimiento y en la forma de trabajar de las organizaciones humanas y los sistemas sociales.<sup>147</sup>

Se entiende por comercio electrónico, al conjunto de transacciones comerciales y financieras realizadas por medios electrónicos, incluyendo texto, sonido e imagen. Es un sistema global que utilizando redes informáticas y en particular Internet permite crear un mercado electrónico<sup>148</sup> en condiciones de seguridad y confidencialidad razonables.

---

<sup>146</sup> El Art. 1344 C. Define la condición como un acontecimiento futuro que puede suceder o no. Es decir, un acontecimiento futuro e incierto. La cesión por regirse bajo las normas del derecho civil puede someterse a condición alguna la cual puede ser positiva, negativa, potestativa, casual, o mixta, suspensiva o resolutoria. Por el contrario el endoso no puede ser sometido a condición alguna, al respecto el Art. 664. Com., establece que el endoso es puro y simple. Toda condición a la cual se subordine, se tendrá por no escrita.

<sup>147</sup> PIAGGI A. I. “*El Comercio Electrónico y el Nuevo Escenario de los Negocios*” en Revista Títulos Negociables, Ediciones Digitales, Costa Rica, Marzo, 2003, Pág. 25. Para esta autora, no solo se trata de cambios originados en nuevas habilidades para manipular el poder y la información; sino una convulsión engendrada por el avènement de nuevas herramientas, con las que individuos y organizaciones tienen oportunidad de comunicarse más efectivamente, obteniendo notables mejoras en velocidad, calidad y contenido de la interacción del proceso de comunicación.

<sup>148</sup> NAJARRO, K. B. y PACHECO PARADA, C. M.; Tesis “*Comercio Electrónico y su implicación en las Transformaciones Económicas y Tecnológicas de los Países en Desarrollo*”, Universidad de El Salvador, 2002. Pág. 50. Según las autoras, este mercado es operado por computadora y a distancia, comprende todo tipo de productos, servicios, tecnologías y bienes e incluye todas las operaciones necesarias para concretar operaciones de compra y venta, matching, negociación, información de referencia comercial, intercambio de documentos, acceso a la información de servicios de apoyo, aranceles, seguros, transportes, etc. y banking de apoyo.

Se reconoce generalmente, que el comercio electrónico tiene efectos agudos en el sistema de comercio multilateral; el cambio de los métodos tradicionales a la tecnología de información digital electrónica, de comunicación y almacenamiento de información, como sustitutivos del papel.

El manejo adecuado de la tecnología informática, implica incrementar la seguridad, proveer mejores servicios a mayor cantidad de usuarios con menor costo, y permitir a la banca aumentar su productividad expandiendo sus productos, con disminución de fraudes.

Internet,<sup>149</sup> es una realidad social como también lo es el Derecho, aunque situados en planos distintos. Se concibe Internet como una red de uso social, a la que están conectadas otras redes de computadores; es un vehículo de información donde cada vez más, los juristas, como cualesquiera otros profesionales, empresas y particulares, deben volver su mirada, por cuanto la navegación en la red, es de gran utilidad, cuando se sabe, de antemano, lo que se quiere encontrar en ella.

Por su parte, el Derecho, es una disciplina social tanto si se refiere a ella como conjunto de normas, o como la disciplina que las estudia, y, se le considera como el objeto al cual, un buen número de profesionales, públicos

---

<sup>149</sup> RÍOS RUIZ W. R.; “*La Factura Electrónica Desmaterialización de los Títulos Valores*”, en Revista de Derecho Informático ALFA - REDI No. 061 - Agosto del 2003, Pág. 10. El autor hace referencia a que el origen de la red de redes o inter-red, que significa Internet, es cívico-militar y estadounidense, en plena guerra fría, la preocupación de disponer de un sistema de comunicaciones que pudiera sobrevivir a la explosión de una bomba atómica desembocó en la creación de una red de computadores descentralizada, en la que los mensajes utilizan diversas rutas para viajar de un punto a otro. A esta primera red se fueron uniendo otras que fueron superponiendo sus propios intereses (científicas, académicas, comerciales), hasta convertirse en lo que es Internet en la actualidad: un entramado de computadores y redes conectados entre sí por medio de nodos o centros, que a su vez están conectados. Y un entramado de intereses igualmente diverso.

y privados, dedican cotidianamente su actividad, enfrentando, cada día la abultada y complicada realidad jurídica.

Un tema que sigue suscitando y despertado bastantes interrogantes en el contexto del comercio electrónico, es el que tiene que ver con los títulos valores y la posibilidad de que toda clase de ellos (letras de cambio, pagarés, cheques, facturas cambiarias, bonos, certificados de depósito, cartas de porte y conocimientos de embarque), puedan ser expresados y representados a través de Mensajes de Datos.<sup>150</sup>

Los títulos de crédito constituyeron uno de los inventos técnicos más importantes del capitalismo moderno, sin embargo luego de una etapa de esplendor, han entrado en una crisis paradójica, su sustento tradicional, el papel, ha perdido vigencia. Debido a la masiva presencia de Títulos Valores ha exigido una compleja y costosa manipulación de ellos.<sup>151</sup>

Es por esto, que la transferencia por medios electrónicos, es la más reciente y novedosa forma de movilizar derechos representados por títulos valores, y ha tomado auge en los últimos años; principalmente para las transacciones realizadas en el ámbito bursátil, lo que da paso al fenómeno

---

<sup>150</sup> GONZÁLEZ HERNÁNDEZ, H. J.; Tesis Doctoral “*Valor Probatorio del Documento Electrónico*”, Universidad del Zulia, Maracaibo, Venezuela, 2000. Pág. 159. Los mensajes de datos a los que se refiere este autor, son aquellos que se dan vía Internet, ya sea correo electrónico, transferencias entre cuentas y otras formas mas sofisticadas de comunicación, a las que se les llama protocolos y que permiten la transferencia de información confidencial o restringida, bajo un alto nivel de seguridad.

<sup>151</sup> HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág.89. Nos dice el autor, que cada vez es mas agobiante el problema de tener que realizar diariamente millares de operaciones consecuencia de la indispensable identificación numérica, atribuida por la practica a manejo de los Títulos Valores, constituyendo la incorporación de los derechos a los tradicionales soportes documentales, u frenos para la fluidez de la actuación y transmisión de los propios derechos.

de la desmaterialización de títulos valores y su representación mediante anotaciones en cuenta.<sup>152</sup>

Estas anotaciones en cuenta o asientos contables, permite que las anotaciones respectivas sobre estos documentos, puedan darse sin necesidad de tener que contar con un soporte físico o material.

En ellas, participa capital del sector financiero y bursátil, publico y privado; es administrado por un Deposito Centralizado de valores, donde se reciben valores y se inscriben en un Registro, en el cual, que realiza la custodia, administración, compensación, transferencia e inscripción de gravámenes, liquidación y restitución mediante el uso de registros contables automatizados. Pero, sobre este tema se profundizara mas, en el capitulo II de nuestra investigación.

### **1.5.5 Transmisión por Causa de Muerte**

Uno de los atributos de la personalidad jurídica es el patrimonio. Toda persona por el mismo hecho de serlo es titular de un conjunto de bienes, derechos, acciones y obligaciones, estimables en dinero, o al menos posee la aptitud para adquirirlos.<sup>153</sup>

---

<sup>152</sup> ESPINA, D.; Op. Cit. Pág. 210. Las Anotaciones en Cuenta, son para este autor, una paradójica respuesta a la acelerada evolución de los Títulos Valores, sobre todo aquellos que se negocian en la Bolsa de Valores, pues se ha tenido que retroceder a los orígenes de estos, cuando no se había incorporado el derecho al títulos, para dar solución a la crisis documentaria que la misma incorporación había creado.

<sup>153</sup> Somos de la opinión, que esta noción, es la del patrimonio económico, y es el que interesa para efectos de la sucesión por causa de muerte, porque toda persona también tiene un patrimonio moral, que esta constituido por los derechos que protegen su personalidad. Véase BAQUERIO ROJAS, E.; Op. Cit. Pág. 80. El autor define el patrimonio como el conjunto de derechos subjetivos de una persona susceptibles de valoración pecuniaria que constituyen una universalidad jurídica.

El patrimonio no es susceptible de transferirse, esto es, no puede ser objeto de ningún acto jurídico entre vivos, sólo lo es de transmitirse, o sea, de cambiar de dueño únicamente por muerte del antecesor, porque cuando su titular fallece aquél no puede quedar abandonado, expuesto a ser adquirido por el primer ocupante.

El término transmisión jurídicamente hablando, significa el paso, el traslado de patrimonio del poder de una persona por fallecimiento de misma, al de otra u otras personas.

Por suceder se entiende sustituir a otro en lo relativo a sus derechos y obligaciones, continuar las relaciones jurídicas en que otro había intervenido, reputándose que el propio sustituyente fue quien adquirió esos derechos o contrajo esas obligaciones.

Se sucede entre vivos y por causa de muerte.<sup>154</sup> Pero entre estas dos clases de sucesión existe una diferencia fundamental, cual es la de que entre vivos solamente se puede suceder en bienes singularmente considerados, mientras que por causa de muerte no sólo se pueden suceder en bienes singularmente considerados, sino que en todo el patrimonio o en una parte de esa universalidad.

---

<sup>154</sup> ROMERO CARRILLO, R.; Op. Cit. Pág. 3. Para el doctor, el principio afirmado legalmente de que solo se puede suceder entre vivos en bienes singularmente considerados es una disposición que, aunque se encuentra en la reglamentación de la compraventa, es aplicable a todo acto o contrato que recaiga sobre el patrimonio como universalidad jurídica, que establece que es nula la venta de todos los bienes presentes o futuros o de uno y otros, ya se venda el total o una cuota, pero será válida la venta de todas las especies, géneros, y cantidades que designen en contrato celebrado conforme a la ley, aunque se extienda a cuanto el vendedor posea o espere adquirir; y la razón de ello está en que si vende el total o una cuota de los bienes, así en forma abstracta, equivaldría a vender el patrimonio; tampoco se puede transferir o sea traspasar entre vivos gratuitamente, los bienes futuros.

Como se anotó anteriormente los títulos valores se rigen por las normas de los bienes muebles, por tanto forman parte del patrimonio económico de una persona, de esta manera pueden ser transmitidos por causa de muerte como cualquier otro bien, sin perder en cuenta las características especiales que presentan cada clase de títulos valores; por lo demás se deberá seguir la vía normal de las diligencias de aceptación herencia, ya sea que la sucesión sea testada o intestada, al respecto deben aplicarse las normas establecidas por el derecho civil.<sup>155</sup>

Cuando los títulos valores están representado por anotaciones en cuenta la ley<sup>156</sup> ha previsto que los titulares de dichos valores pueden designar a uno o más beneficiarios a efecto que a su fallecimiento, la entidad Depositaria, los anote en cuenta a favor de las personas que serán los nuevos titulares.<sup>157</sup>

El nombramiento del beneficiario deberá constar en el contrato de administración de valores que la Casa Corredora de Bolsa celebre con sus clientes y en los registros de la Depositaria, la comunicación oportuna del nombre del beneficiario o los cambios será responsabilidad de la Casa, por lo que esta deberá actuar con diligencia ya que no será válida la designación del beneficiario después del fallecimiento del titular.

La Casa Corredora de Bolsa deberá presentar la partida de defunción del causante y el contrato de administración de valores con el nombre del beneficiario para que la entidad Depositaria anote los valores a nombre de

---

<sup>155</sup> El libro tercero que trata de la sucesión por causa de muerte, y de las donaciones entre vivos, Arts. 952 y sgs. C. regula lo concerniente a la sucesión y a la transmisión del patrimonio.

<sup>156</sup>El Art. 62 de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, regula las reglas concernientes a la designación del beneficiario.

<sup>157</sup> Los procedimientos de transferencia o transmisión de las anotaciones en cuenta así como las entidades que intervienen en él serán tratados ampliamente más adelante.

los designados; en el caso de que existan varios beneficiarias y el titular no haya especificado la proporción del saldo que corresponde a cada uno, la distribución se hará por partes iguales.<sup>158</sup>

Los valores anotados en cuenta pueden transmitirse fuera de Bolsa por causa de muerte, siguiendo las normas del derecho común.<sup>159</sup>

## **1.6 LOS TÍTULOS VALORES EN LA LEGISLACIÓN SALVADOREÑA**

En esta parte de la investigación, hablaremos de los títulos valores que regula nuestro ordenamiento jurídico, haciendo especial énfasis en los títulos que por su naturaleza son aptos para ser desmaterializados y representados mediante anotaciones en cuenta, sin dejar de lado los demás Títulos Valores, los cuales se mencionan brevemente, ya que la lectura de este trabajo requiere su conocimiento previo.

Nuestra legislación en materia mercantil, reconoce una extensa, mas no taxativa, gama de Títulos Valores tales como: Letra de Cambio, Cheques, Pagares, Acciones, Bonos, Certificados de Depósito y Bonos de Prenda, Certificados Fiduciarios de Participación, y Conocimientos de Embarque, pero de estos, no todos pueden circular en el mercado bursátil, por lo que únicamente nos referiremos a estos títulos dentro de la legislación salvadoreña.

---

<sup>158</sup> Los derechos que los beneficiarios de una cuenta de valores, están sujetos a lo dispuesto en el Art. 1334 C. el cual estipula que el derecho a suceder por causa de muerte a una persona viva no puede ser objeto de una donación o contrato, aún cuando intervenga el consentimiento de la misma persona; siendo nula cualquiera estipulación que se celebre sobre el particular.

<sup>159</sup> El Art. 12 de La Ley de anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta establece que los valores anotados pueden transferirse o transmitirse fuera de bolsa únicamente por causa de muerte, mediante dación en pago, adjudicación judicial o a título gratuito. En todos estos casos se observaran las normas del derecho común.

Los Títulos Valores que se negocian en la Bolsa de Valores son: Acciones, EuroBonos, Bonos BC, Bonos del Tesoro, Bono convertible en Acciones, Certificados de Inversión, Certificados Fiduciarios de Participación, Letras de Cambio Bursátiles, Certificados Negociables de Liquidez, Letras del Tesoro y Papel Bursátil.

Dentro de estos Títulos que se negocian en la Bolsa de Valores, se desprende un selecto grupo de ellos, que son susceptibles de ser Desmaterializados, estos son: Acciones, todas las clases de Bonos, Certificados de Inversión, Letras de Cambio Bursátiles, Letras del Tesoro y Papel bursátil.

### **1.6.1 La Letra de Cambio**

La letra de cambio<sup>160</sup> es un título valor generalmente, abstracto, que se emite siempre a la orden, de crédito<sup>161</sup>, que contiene una orden de pago dada por la persona que la emita, que se llama emisor, librador o girador, a

---

<sup>160</sup> GARRIGUES, J.; Op. Cit. Pág. 671. Sobre la definición de la letra de cambio, apunta el autor que no es una tarea fácil formular una que se adapte a todos los sistemas legislativos, supuestas las grandes divergencias que los separan. Por lo que concluye que toda definición de la letra debe asentarse sobre dos elementos esenciales: la promesa de pago y la responsabilidad solidaria de los firmantes. En tal sentido define la letra como una promesa de pago sin contraprestación ni condición, garantizada solidariamente por todas las personas que, a más del librador y del aceptante, pongan su firma en el documento. En la legislación no hay una definición específica de la letra de cambio, como lo hace con otros títulos

<sup>161</sup> BROSETA PONT, M.; Op. Cit. Pág. 409. El autor clasifica los títulos en función de la naturaleza o el derecho que incorporan de esa forma los títulos pecuniarios son los que incorporan la obligación de pagar una determinada cantidad de dinero en el momento y manera que el título propio expresa como las letras de cambios, cheques y obligaciones. Al respecto véase RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 395. El autor clasifica a la letra de cambio, el cheque y el pagaré dentro de los títulos valores de contenido crediticio, junto a los cuales también se encuentran los cupones de acciones y de obligaciones, los bonos de fundador, los certificados de depósito bancario, los bonos de ahorro, ciertos certificados de participación, los certificados fiduciarios de adeudo y los títulos de capitalización. Véase también. MUÑOZ, L.; Op Cit. Pág. 951 Para el autor los títulos valores de contenido crediticio, incorporan un derecho de crédito, que permite obtener una prestación en dinero o en cosas, de suerte que estos títulos obligan y dan derecho a una prestación en numerario o en otra cosa cierta.

cargo de otra persona llamada librado<sup>162</sup> o girado, y a favor de un tercero llamado beneficiario<sup>163</sup>

#### 1.6.1.1 Requisitos <sup>164</sup>

La letra de cambio debe contener: denominación de letra de cambio, inserta en el texto;<sup>165</sup> lugar, día, mes y año en que se suscribe; orden incondicional al librado de pagar una suma determinada de dinero;<sup>166</sup> nombre del librado; lugar y época del pago; nombre de la persona a quien ha de hacerse el pago; firma del librador o de la persona que suscriba a su ruego o en su nombre.

Los tipos de vencimiento de la letra de cambio. Son: A la vista, a cierto plazo vista, a cierto plazo fecha, a día fijo<sup>167</sup>. Las clases de letra de cambio son las siguientes: Letra domiciliada, Letra recomendada y Letra documentada.

---

<sup>162</sup> Al librador también se le llama emisor o girador; al librado también se le llama girado, quien es además el aceptante; y al tercero a favor de quién se emite la orden de pago, comúnmente se le llama beneficiario o tomador.

<sup>163</sup> AZUERO RODRIGUEZ, S.; Op. Cit. Pág. 351. Según el autor, las letras de cambio son comúnmente usadas en el contrato de descuento bancario de títulos valores, estas transacciones dan paso a una amplia gama de nuevos negocios entre los cuales se encuentra la emisión de letras de cambio bursátiles, las cuales se negocian en bolsa de valores.

<sup>164</sup> Los requisitos que debe contener la letra de cambio se encuentran regulados en el Art. 702. Com.

<sup>165</sup> VÁSQUEZ LÓPEZ, L.; Op. Cit. Pág. 39. El autor, establece que conforme la legislación, debe expresarse en el título valor la denominación de letra de cambio, para el autor es ésta la llamada en doctrina cláusula cambiaria, que significa la voluntad del emisor del título y la obligación que contrae, con sujeción especial al derecho cambiario.

<sup>166</sup> CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 59. El autor plantea que este requisito es la parte medular de la letra de cambio la que distingue a ese título de cualquier otro que pueda asemejarsele. La orden de pago, dice la ley, debe ser incondicional; no puede sujetarse a condición alguna ni a contraprestación por parte del librado, debe ser pura y simple, si la orden se somete a condición, se cambia la naturaleza del título; no se trataría entonces de una letra de cambio. ESCUTÍ, I.; Op. Cit. Pág. 28. Expresa el autor que las necesidades de la circulación, ágil y segura, imponen que la promesa de hacer pagar sea pura y simple, es decir, no subordinada a condición alguna. Por otra parte la orden de pago solo puede referirse a una suma de dinero determinada en su especie y cantidad.

<sup>167</sup> Los tipos de vencimiento se encuentran regulados en el Art. 706 Com.

## 1.6.2 Las Acciones de Sociedades

La acción representa cada una de las partes mínimas en que se divide el capital social de determinadas clases de sociedades, siendo al mismo tiempo el título que representa el aporte de su tenedor y el documento que acredita su condición de socio.<sup>168</sup>

El concepto de acción se emplea en tres acepciones distintas: como parte alícuota del capital social de una sociedad, como en conjunto de derechos del accionista y como el título valor que ampara o representa esta parte alícuota o estos derechos.<sup>169</sup>

### 1.6.2.1 La Acción como parte Alícuota del Capital Social

El capital social está dividido en un número determinado de acciones,<sup>170</sup> que son la unidad de medida del mismo. En el título

---

<sup>168</sup> SANIN ECHEVERRI, E.; “*Títulos Valores*”, 5ta. Ed. Ediciones Librería del Profesional, Colombia, 1996, Pág. 182. Según el autor la acción incorpora los derechos y obligaciones derivados de la calidad de socio, dentro de una colectividad de socios. Precisa su participación en las funciones, patrimonio y resultados de esta colectividad: el accionista no es acreedor. El título es típicamente de participación. RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 407. El autor enmarca la acción dentro de los títulos valores de participación, establece además el triple significado del concepto de acción. Unas veces se quiere indicar con ella una parte fraccionaria del capital de una sociedad anónima o de una sociedad en comandita por acciones. En otras ocasiones, la acción significa calidad de socio y se utiliza para expresar con ella el complejo de los derechos atribuidos o correspondientes a un socio. Por último, con este término se designa el documento o título valor en que se incorporan esos derechos, que expresan al mismo tiempo la existencia de una parte fraccionaria del capital social.

<sup>169</sup> CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 134. El autor establece las tres acepciones que se le puede dar al concepto de acción y concluye que la acción puede ser considerada bajo el triple aspecto de parte del capital, de complejo unitario de derechos y de título de crédito, es decir título valor, o documento representativo de la cuota social. El Código de Comercio de El Salvador, no da una definición general de acción el Art. 144 Com. Establece que la acción es el título necesario para acreditar, ejercer y transmitir la calidad de accionista, en esta parte se refiere a las dos últimas acepciones; y de acuerdo a lo establecido en el Art. 126 Com. que trata sobre las sociedades de capitales en su segunda parte estipula que, su capital se divide en partes alícuotas, representadas por títulos valores llamados acciones, hace referencia a la primera acepción.

<sup>170</sup> Al respecto el Art. 126 Com. establece en relación a las sociedades de capital, que su capital social se divide en partes alícuotas, representadas por títulos valores llamados acciones.

representativo de la acción se expresa cuál es el valor que tiene, y debe ser igual para todos.

Los diversos valores que puede tener una acción son: Valor nominal: es el que aparece estampado en el título; Valor contable o valor real: es la suma de la parte alícuota del capital social más la parte alícuota de las reservas y utilidades acumuladas, a la diferencia entre la parte alícuota del capital social menos la parte alícuota de las pérdidas acumuladas; y Valor comercial o valor de mercado: es el valor que se obtiene por la venta de la acción en el mercado.

#### 1.6.2.2 La Acción como el Conjunto de Derechos del Accionista

La acción confiere a su titular la calidad de socio y ésta le atribuye determinados derechos y obligaciones. En atención a los derechos que confiere la acción, puede clasificarse en:

a) Derechos patrimoniales o económicos: Derecho a percibir dividendos;<sup>171</sup> Derecho a que se adjudique la parte del haber social a la acción en caso de liquidación; Derecho de traspasar y gravar la participación social; y otros derechos adicionales.<sup>172</sup>

b) Derechos sociales o de consecución: Derecho activo de participación; y Derecho de participar en la misma administración.<sup>173</sup>

---

<sup>171</sup> Este derecho consiste en poder gozar de las utilidades que la sociedad produzca, de acuerdo con los requisitos establecidos en el Art. 35 Com.

<sup>172</sup> Estos otros derechos adicionales pueden ser por ejemplo, los de opción a suscribir proporcionalmente nuevas series de acciones que se emiten, como lo establece el Art. 157 Com.

<sup>173</sup> RAMIREZ VALENZUELA, A.; Op. Cit. Pág. 89 y sgs. La diferencia entre el derecho activo y el derecho pasivo de participación, según lo dice el autor, es que en el primero el derecho a participar en la administración social, se ejerce mediante el voto en las juntas generales, es decir, es el derecho de poder elegir a los administradores; en cuanto al derecho pasivo este consiste en la aptitud para ser electo para los cargos directivos de la sociedad. Según el autor este último derecho ha desaparecido en

### 1.6.2.3 La Acción como Título Valor que Ampara o Representa la Parte Alícuota del Capital Social o el Conjunto de Derechos del Accionista

La acción como título valor es el documento necesario para reclamar los derechos que incorpora, o sea es imprescindible dicho documento para hacer valer frente a la sociedad y a terceros, la calidad de accionista y todas las prerrogativas derivadas de ellas.<sup>174</sup>

Además de las características generales de los títulos valores (incorporación, literalidad, legitimación, y autonomía), las acciones tienen, entre otras, las siguientes: Son títulos nominados,<sup>175</sup> por la forma de su creación son títulos seriales o en serie; por su forma de circulación pueden ser nominativos o al portador; son títulos causales; son títulos de especulación.<sup>176</sup>

### 1.6.2.4 Requisitos de las Acciones<sup>177</sup>

Las acciones deben contener<sup>178</sup> las menciones siguientes:<sup>179</sup>

---

la teoría moderna pues la tendencia dominante es la de permitir la elección de cualesquiera personas para dichos cargos sean o no socios.

<sup>174</sup> BROSETA PONT, M.; Op. Cit. Pág. 410. Para el escritor, son títulos de participación social los que incorporan y atribuyen la condición de socio o miembro de una sociedad y, con ella, todos los derechos que la integran, tal como las acciones de las sociedades anónimas.

<sup>175</sup> La regulación de las acciones de manera particular, se encuentra en el Cáp. VI, Secciones A, B y C del Título II. Libro Primero, y en lo general, se aplican los principios contenidos en los Capítulos I, II, III y IV del Título II, Libro Tercero Código de Comercio.

<sup>176</sup> ARAYA, C.; Op. Cit. Pág. 145 y sgs. Según el autor, atendiendo a la función económica las acciones son títulos de especulación, ya que quién adquiere una acción no conoce las ganancias o pérdidas que habrá de producirle, pues éstas dependen del resultado de los negocios que realice la sociedad.

<sup>177</sup> Las menciones que deben contener las acciones se encuentran regulada en el Art. 149 com.

<sup>178</sup> Los títulos contendrán también los principales derechos y obligaciones del tenedor de las acciones y, en su caso las limitaciones del derecho de voto; dejando espacio suficiente para los endosos.

<sup>179</sup> El Art. 148 dispone que mientras las acciones son entregadas a sus titulares, podrán expedirse certificados provisionales, que se canjearán por los títulos definitivos en su oportunidad. Estos certificados provisionales son verdaderos títulos valores, de acuerdo al inc. final del Art. 134. que dice “antes de la entrega de las acciones a los suscriptores, la sociedad podrá extender los títulos

- a. La denominación, plazo y domicilio de la sociedad;
- b. La fecha de la escritura pública, el nombre del Notario que la autorizó y los datos de la inscripción en el Registro de Comercio<sup>180</sup>
- c. El nombre del accionista, en el caso de que los títulos sean nominativos.
- d. El importe del capital social, el número total y el valor nominal de las acciones.
- e. La serie y número de la acción, con indicación del número total de acciones que corresponde a la serie.
- f. Los llamamientos que sobre el valor de la acción haya pagado el accionista, o la indicación de estar totalmente pagada.
- g. La firma de los administradores que conforme a la escritura social deban suscribir el título.

#### 1.6.2.5 Clasificación de las Acciones

Por la forma como se emitan o se transfieran: acciones nominativas y acciones al portador; Según el conjunto de los derechos que confieren: Acciones comunes y Acciones preferidas o privilegiadas, que a su vez se dividen en acciones privilegiadas en el patrimonio y acciones privilegiadas en el voto. Por los compromisos que pueden acarrear a sus titulares; en acciones pagadas y acciones pagadoras; y Según la naturaleza de los derechos patrimoniales que confieren: Acciones de goce,<sup>181</sup> Acciones de trabajo,<sup>182</sup> y Acciones de premio.<sup>183</sup>

---

provisionales representativos de las suscripciones hechas, los cuales quedarán para todos los efectos equiparados a las acciones”. Las acciones y los certificados han de tener las mismas menciones que indica el Art. 149.Com.

<sup>180</sup> El Código de Comercio, establece que este requisito podrá omitirse en los certificados provisionales, si no se hubiere efectuado el Registro.

<sup>181</sup> LARA VELADO, R.; Op. Cit. Pág. 231. Para el autor, las acciones de goce son una categoría especial dentro de estas, las que se caracterizan por la atenuación en sus derechos patrimoniales, es decir, que los titulares de esta clase de acciones tienen derechos patrimoniales menos extensos que los correspondientes a los tenedores de acciones comunes. El Código de Comercio llama a este tipo de acciones Certificados de Goce y se encuentran regulados en el Art. 218. el cual establece que los

En la práctica las acciones son los títulos clásicos de las especulaciones bursátiles. Por ser un valor de renta variable, cuya productividad, y consecuentemente su precio, dependen del éxito de los negocios de la sociedad emisora y de las condiciones generales del mercado de valores es el valor mobiliario que más se presta a la especulación.

### 1.6.3 Bonos u Obligaciones Negociables

Los bonos son títulos causales y que se emiten en serie; son a la vez de participación y de crédito: son títulos de participación por cuanto implican, para su tenedor, derechos y obligaciones derivadas de formar parte de la

---

certificados de goce confieren derecho a participar en las utilidades líquidas, después que se haya pagado a las acciones no reembolsables el dividendo señalado en la escritura social. Véase MANTILLA MOLINA, R.; Op. Cit. Pág. 138. El autor plantea la discusión que existe sobre la naturaleza jurídica de las acciones de goce, concluyendo que son propiamente acciones, que representan parte del capital, porque la amortización de las acciones, primitivas se hacen con utilidades y no con retiro del capital y porque, pueden tener derecho de voto y dan derecho al excedente activo, después de la liquidación. Añade el autor que estas acciones son desconocidas en la práctica. Véase RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 408. Para el autor, la acción de goce deberá ser considerada como título de participación si tiene derecho de voto y como un título de contenido crediticio si sólo concede derecho a las utilidades y a la cuota de liquidación o sólo a las primeras, lo cual depende de lo que los estatutos establezcan.

<sup>182</sup> CERVANTES AHUMADA, R.; Op. Cit. Pág. 139. Afirma el autor, que desde el punto de vista jurídico las llamadas acciones de trabajo no son acciones, porque no representan parte alguna del capital social. El Código de Comercio llama a estas acciones Bonos de Trabajador y se encuentran regulados en el Art. 216 Com. el cual establece que cuando así lo prevenga la escritura social podrán emitirse, a favor de las personas que presten sus servicios a la sociedad, títulos especiales denominados bonos de trabajador en los que figurarán las normas relativas a la forma, valor y demás condiciones particulares que se establezcan, determina además que estos bonos serán siempre nominativos y podrán emitirse como no negociables. Véase GARRIGUES, J.; Op. Cit. Pág. 670. Establece el autor que las acciones de trabajo podrán ser consideradas títulos valores de contenido crediticio o títulos valores de participación, según el alcance de los derechos que se conceda a los titulares en la escritura constitutiva de la sociedad.

<sup>183</sup> MANTILLA MOLINA. Op. Cit. Pág. 124. Las acciones de premio tienen por objeto estimular la inventiva del fundador de la sociedad. Confieren a su titular el derecho de participar en el reparto de dividendos; pero no conceden derecho alguno en el patrimonio social al momento de la liquidación de la sociedad ni confieren derecho a la administración. El Código de Comercio al igual que otros autores llaman a este tipo de acciones Bonos de Fundador, se encuentran regulados en los Arts 207 y sig. , al respecto el Art. 207 establece que los bonos de fundador sólo confieren el derecho de percibir la participación en las utilidades líquidas. No dan derecho a intervenir en la administración de la sociedad, ni podrán convertirse en acciones, ni representan participación en el capital social.

colectividad de acreedores.<sup>184</sup> Consisten en un préstamo que se divide en partes alícuotas llamadas Obligaciones o Bonos, por lo tanto son Títulos Valores jurídico obligacionales, principal, en masa y pueden ser nominativos o al portador.

#### 1.6.3.1 Personas que Pueden Emitir Bonos<sup>185</sup>

El Estado y el municipio, las instituciones oficiales autónomas, las sociedades de economía mixta y las instituciones de interés público, las sociedades de capitales<sup>186</sup> y las asociaciones, corporaciones o fundaciones que tengan personería jurídica.<sup>187</sup>

---

<sup>184</sup> SANIN ECHEVERRI. E.; Op. Cit. Pág. 180. Según el autor los bonos son también llamados obligaciones o debentures; el nombre de obligaciones es el más usado para el caso de las sociedades, y sus tenedores, a pesar de que la obligación fundamentalmente incorporada es un crédito, son llamados obligacionistas; el nombre de bonos es más usado para los títulos de los empréstitos públicos, que sólo incorporan crédito; debentures son llamados las obligaciones de las sociedades preferentemente.

<sup>185</sup> Las personas que la ley faculta para emitir bonos se encuentran reguladas en el art. 678. Com.

<sup>186</sup> RUIZ DE VELASCO Y DEL VALLE, A.; *“Manual de Derecho Mercantil”*, 2da. Ed. Universidad Pontificia COMILLAS. España, 2003, Pág. 458. Establece el autor, que para una mejor comprensión de las Obligaciones o Bonos, hay que establecer su diferencia con las Acciones, pero se diferencian de las acciones en cuatro aspectos: A) Al rendimiento que producen, las acciones dan derecho a la participación de los beneficios o dividendos, mientras los bonos dan derecho a un interés fijo o variable sobre el capital prestado. B) La segunda diferencia, es que la acción es una parte alícuota del capital de la sociedad y da derecho a ser socio de ella, mientras que la obligación, es parte alícuota de un préstamo y no da derecho mas que a formar parte de la junta de acreedores. C) Según la amortización, las acciones, en un principio, no nacen para ser amortizadas, aunque si puede darse, pero los bonos tienen un plazo fijo para su vencimiento, al termino del cual la sociedad deberá reembolsar el capital prestado tal y como se establezca en la escritura de emisión de las obligaciones. D) finalmente, encontramos el Derecho de Voto, las acciones dan derecho a votar y participar en la juntas generales de accionistas, también las obligaciones dan derecho a voto, pero, al participar en la junta general de Acreedores que forman los obligacionistas. Véase también, SANIN ECHEVERRI, E.; Op. Cit. Pág. 182 y sgs.

<sup>187</sup> Nosotras consideramos, que de las instituciones mencionadas, las comprendidas en los tres primeros numerales, corresponden a las personas jurídicas de derecho público; y las agrupadas en los dos últimos, a las llamadas de derecho privado.

### 1.6.3.2 Contenido<sup>188</sup> de los Bonos<sup>189</sup>

- I. Denominación, finalidad y domicilio de la entidad emisora.
- II. El importe del capital y la parte pagada del mismo, pertenecientes a la emisora, así como el de su activo y pasivo según el balance que se practique precisamente para la emisión.
- III. El importe de la emisión, con indicación del número y valor nominal de los bonos emitidos.
- IV. El tipo de interés.
- V. Los términos señalados para el pago de intereses y de capital y, en su caso, los plazos, condiciones y manera en que los bonos han de ser amortizados.
- VI. El lugar del pago.
- VII. La especificación de las garantías especiales que se constituya para respaldar la emisión y los datos de las inscripciones relativas en el Registro de la Propiedad Raíz e Hipotecas, en su caso.
- VIII. El lugar y fecha de la escritura de emisión, nombre del Notario que la autorizó y el número de inscripción en el Registro de Comercio.
- IX. La firma de los administradores de la entidad autorizados para ello.<sup>190</sup>

---

<sup>188</sup> RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. El autor clasifica los requisitos que deben contener los bonos en: Requisitos personales 1.Nombre del obligacionista, si es nominativo; 2 Denominación, objeto, duración y domicilio de la sociedad; 3 Firma de los administradores autorizados; 4 Firma del representante común de los obligacionistas. Requisitos Reales: 1 Capital pagado; activo y pasivo según el balance; 2 Cuantía, número y valor de las obligaciones; 3 Interés. Requisitos funcionales: 1 Fechas del pago de los intereses y de la amortización o pago de las obligaciones; 2 Lugar de pago; 3 Garantías; 4 Lugar y fecha de emisión.

<sup>189</sup> El contenido de los Bonos esta regulado en el Art. 681. Com.

<sup>190</sup> Todo lo referente a los bonos se encuentra regulado en los Arts. 677 al 701 del Código de Comercio.

#### 1.6.4 Certificado Fiduciario de Participación

Los certificados fiduciarios de participación son títulos valores que incorporan derechos derivados de un fideicomiso.<sup>191</sup>

El fideicomiso es un contrato por el cual, la persona que lo constituye, que se llama fideicomitente, traspasa en propiedad a la persona encargada de administrarlo, que se llama fiduciario, cierta cantidad de bienes que reciben el nombre de bienes fideicomitidos, con el cargo de administrarlos y entregar periódicamente las rentas producidas por ellos, a una tercera persona que se quiera favorecer con la operación y que se denomina fideicomisario.<sup>192</sup> Solamente, las instituciones bancarias, autorizadas para operar en la rama fiduciaria pueden emitir certificados fiduciarios de participación, con calidad de títulos Valores.<sup>193</sup>

##### 1.6.4.1 Requisitos del Certificado Fiduciario de Participación

El certificado fiduciario de participación debe contener:<sup>194</sup>

- I. Mención de ser certificado fiduciario participación; e indicación de la naturaleza de los bienes fideicomitidos.
- II. Nombre y domicilio del banco emisor.
- III. Fecha de emisión del título.

---

<sup>191</sup> Véase KENNY, M.; *“Obligaciones Negociables”*, Editorial Abeledo-Perrot, Argentina 1996, Pág. 250 y sig.; GUTIERREZ, P.; *“Fideicomiso y las Obligaciones Negociables”*, Editorial, Ediciones Jurídicas Cuyo, Argentina 1998, Pág. 200 y sig.; RUIZ DE VELASCO, A.; Op. Cit. Pág. 1324 y sig.; FUNES SATURNINO, J.; *“Fideicomiso”*, Editorial Depalma Argentina 1996, Pág. 10 y sig.; GHERSI, C.; *“Contratos: Problemática Moderna”*, Editorial Ediciones Jurídicas Cuyo, Argentina 1996, Pág. 126 y sig.

<sup>192</sup> AZUERO RODRIGUEZ, S.; Op. Cit. Pág. 627 El autor define el Fideicomiso como el negocio jurídico en virtud del cual se transfieren uno o más bienes a una persona, con el encargo de que los administre o enajene y con el producto de su actividad cumpla una finalidad establecida por el constituyente, en su favor o en beneficio de un tercero.

<sup>193</sup> Se encuentra regulado en el Art. 883 Inc. 1º del Código de Comercio.

<sup>194</sup> Los requisitos que deben contener los certificados fiduciarios de participación están regulados en el Art. 884 Com.

- IV. Monto de la emisión; y número y valor nominal de los certificados.
- V. En su caso, rendimiento mínimo garantizado.
- VI. Término para el pago de los rendimientos y del capital; plazos, condiciones y forma en que los certificados han de ser amortizados, en su caso.
- VII. Lugar y modo de pago.
- VIII. Especificación, cuando las haya, de las garantías especiales que se constituyan para respaldar la emisión, con expresión de las inscripciones relativas en los registros públicos correspondientes.
- IX. Lugar y fecha de la escritura de emisión y número y tomo de la inscripción relativa en el Registro de Comercio.
- X. Firma autógrafa del representante autorizado de la institución emisora.<sup>195</sup>

## **1.7 TITULOS NEGOCIABLES EN LA BOLSA DE VALORES**

Las Bolsas de Valores son instituciones que con su actividad de facilitar la compra y venta de títulos valores, acercan la oferta de recursos de quienes los tienen, con la demanda de quienes los necesitan, promoviendo así el ahorro interno, para canalizarlo hacia actividades necesarias y sociales del sector público y hacia actividades productivas del sector privado<sup>196</sup>.

---

<sup>195</sup> Todo lo referente a los Certificados Fiduciarios de Participación se encuentra regulado en los Arts 883 al 906 Com.

<sup>196</sup> Según la Ley del Mercado de Valores. D.L. No 809, del 16 de febrero de 1994, publicado en el D.O. No 73 – Bis, Tomo 323, de fecha 21 de abril de 1994. en el Art. 5 lit. f) define las bolsas de valores como Sociedades Anónimas de Capital Variable, cuya finalidad es facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado bursátil.

Físicamente las Bolsas de Valores son mercados como cualquier otro, pero con características especiales por la mercadería que allí se vende: títulos-valores; y por las personas que en ellas intervienen.<sup>197</sup>

Su rasgo distintivo es permitir en un solo lugar la concentración del mercado de títulos valores, facilitando de esa manera, dentro de un sistema supervisado y ordenado, la verdadera realización de la ley de la oferta y la demanda.<sup>198</sup>

Para que los títulos valores puedan ser negociados en la bolsa, deben reunir ciertas características, que los hacen aptos para ser utilizados en los negocios bursátiles.

Estas características se encuentran reguladas en nuestra legislación, dentro de la Ley del Mercado de Valores, las cuales son:

- Ser transferibles
- Ser emitidos en serie
- Que representen la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo, a cargo de la sociedad emisora, en el caso de las obligaciones. Que representen una parte alícuota del capital de la sociedad emisora, cuando se trate de acciones, y otros valores que representen participación

---

<sup>197</sup> SUPERINTENDENCIA DE VALORES. (SUPERVAL), Revista *Mundo de Inversiones*, Campaña Educativa e Informativa de la Superintendencia de Valores, San Salvador, 5 de junio de 2003. Pág. 5. En el artículo se manifiesta que los entes que participan en el mercado de valores son Emisores de valores, Inversionistas, Agentes corredores, Casas de corredores, Clasificadoras de riesgo, Centrales de Valores, Bolsas de Valores y Entes reguladores del mercado.

<sup>198</sup> HIDALGO-QUELH, G.; Op. Cit. Pág. 6. Según el autor las Bolsas procuran la verdadera realización de la ley de la oferta y la demanda, o sea la promoción y la obtención de los mejores y verdaderos precios de mercado a favor de todo el público, a los costos más bajos posibles para los emisores.

El Estado,<sup>199</sup> el Banco Central de Reserva de El Salvador, los bancos y financieras podrán registrar y negociar en bolsa, valores de características diferentes a las dos primeras características señaladas.

Son valores seriados, aquellos emitidos en conjunto, que guarden relación entre sí por corresponder a una misma serie y que posean idénticas características tales como, fecha de vencimiento, tasa de interés, tipo de

---

<sup>199</sup> El Estado puede emitir títulos valores para ser negociados en bolsa de acuerdo a las disposiciones siguientes: a) Art. 148 Cn, el cual establece que corresponde a la Asamblea Legislativa facultar al Órgano Ejecutivo para que contrate empréstitos voluntarios, dentro o fuera de la República, cuando una grave y urgente necesidad lo demanda, y para que garantice obligaciones contraídas por entidades estatales o municipales de interés público. Los compromisos contraídos de conformidad con esta disposición deberán ser sometidos al conocimiento del Órgano Legislativo, el cual no podrá aprobarlos con menos de los dos tercios de votos de los Diputados electos. (Véase al respecto la Sentencia dictada por la Sala de lo Constitucional a las 12 horas del 26 de junio de 2000. Inconstitucionalidad del D.L. No 602 del 6 de mayo de 1999, D.O. No 83 Tomo 343 de la misma fecha) El decreto legislativo en que se autorice la emisión o contratación de un empréstito deberá expresar claramente el fin a que se destinarán los fondos de éste y, en general, todas las condiciones esenciales de la operación. b) Las disposiciones aplicables a la emisión de títulos de deuda contenidas en la Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado (Ley SAFI) D. L. No 56 de 23 de noviembre de 1995 D. O. No 7 Tomo 330 de 11 de enero de 1996, y reformada mediante D.L. No 569 de del 22 de diciembre del 2004, publicado en el D.O. N° 240, Tomo 365, del 23 de diciembre del 2004. Especialmente en el Art. 79 el cual establece que el Ministerio de Hacienda, en representación del Estado, podrá colocar títulos de crédito público de corto plazo en el mercado de capitales y previa autorización de la Asamblea Legislativa podrá colocar títulos de mediano y largo plazo en el mercado de capitales, en forma directa o a través de agentes financieros oficiales o privados. Igualmente, podrá rescatar los títulos directamente a través de agentes financieros nacionales o extranjeros. c) Reglamento de la Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado D.E. No 82 del 16 de agosto de 1996, D.O. No 161 Tomo 332 del 30 de agosto de 1996 y reformado mediante D.E. N° 49, del 03 de mayo del 2004, D.O. N° 101, Tomo 363, del 02 de junio del 2004. d) Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador D.L. No 746 del 22 de marzo de 1991 D.O. No 89 Tomo 311 del 3 de mayo de 1991 y reformada mediante D.L. No 201, del 30 de noviembre de 2000. D.O. No 241, Tomo 349, del 22 de diciembre de 2000. Art. 72 en donde se establece que el BCR actuará como Agente Financiero del Estado; y demás disposiciones aplicables. e) Ley del Mercado de Valores y su Reglamento D. E. No 52 del 13 de mayo de 1999, D.O. N° 98 Tomo 343, del 27 de mayo de 1999. f) Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores D.L. No 806 del 11 de septiembre de 1996, D.O. No 186 Tomo: 333 del 04 de octubre de 1996 y reformada mediante D.L. N° 537, del 27 de Enero de 1999, D.O. N° 33, Tomo 342, el 17 de Febrero de 1999. g) Instructivo para la Colocación de Valores Emitidos por la República de El Salvador, dictado por el Ministerio de Hacienda en relación al Art. 9 Ley SAFI. h) Instructivo para Colocación en Bolsa emitido por la Junta Directiva de la BVES en sesión JD-17/2006, celebrada el día 8 de agosto del 2006, modificado en sesión JD-1/2007 del 9/1/2007 vigente partir del 12 de enero de 2007. i) Decretos Legislativos de carácter especial en donde de autorizan las emisiones de Títulos. Y demás disposiciones legales aplicables a los títulos de deuda del Estado y a los títulos valores en general.

amortización, condiciones de rescate, garantías y tipo de reajustes, y que por lo tanto concedan iguales derechos a sus tenedores.<sup>200</sup>

Por lo tanto, no podrán negociarse en bolsa los siguientes títulos valores: El cheque, Certificado de Depósito y Bono en Prenda, Conocimiento de Embarque, Letra de Cambio y Pagarés.

Sin embargo la misma Ley permite la negociación de algunos de estos títulos, como las letras de cambio y los pagarés que no son emitidos de forma individualizada, siempre que reúnan ciertas características especiales que los hacen aptos para ser negociados en bolsa.<sup>201</sup>

---

<sup>200</sup> SÁNCHEZ CALERO, F.; Op Cit. Pág. 9 y sgs. El autor clasifica a los títulos valores de acuerdo a diferentes criterios, entre los cuales se encuentra el criterio referente a la forma en que son emitidos los títulos, según el cual estos se dividen en títulos emitidos individualmente y en serie; los primeros son emitidos en forma aislada o particular de manera que el emisor hace una declaración con relación a cada título. Así sucede normalmente en títulos como la letra de cambio, el pagaré y el cheque... Otros títulos valores se emiten como consecuencia de un negocio jurídico único como la constitución de una sociedad anónima o la emisión de bonos, que da lugar a una serie o masa de ellos los cuales poseen características iguales. Véase CHULÍA, V.; Op. Cit. Pág. 938. Al respecto de la clasificación de los títulos valores por el régimen de su emisión, de acuerdo a este criterio el autor los divide en valores mobiliarios, emitidos en serie, y efectos de comercio, emitidos en forma aislada o separada

<sup>201</sup> JIMENEZ, E y FLORES, M.; Op. Cit. Pág. 46. Señalan los autores que el Art. 68 literal “b” LMV establece expresamente que los títulos valores a negociarse en bolsa tienen que ser emitidos en serie definiendo la misma normativa que “Valores Seriales son aquellos emitidos en conjunto que guarden relación entre sí por corresponder a una misma serie y que posean idénticas características tales como, fecha de vencimiento, tasa de interés, tipo de amortización, condiciones de rescate, garantías y tipo de reajustes, y que por lo tanto concedan iguales derechos a sus tenedores.. Aclarando que el mismo Art. 68 inc. 2º, señala que el Estado, el Banco Central de Reserva de El Salvador y los Bancos y Financieras pueden negociar en Bolsa, valores que no sean emitidos en serie, siendo esta una excepción a la regla general, sustentado en el Art. 4 Inc. 2º de la LMV, los pagarés no son objeto de transacciones dentro de bolsa, y por lo tanto no se inscriben en una bolsa, porque estos no solo no llenan la característica de ser seriales, sino que tampoco llenan la característica de representar participación individual en un crédito colectivo. El mismo artículo es explícito en señalar que los pagarés avalados por los bancos si se inscribirán en bolsa y registrarán en el Registro Público Bursátil, entendiéndose que lo exceptúa tácitamente del deber de llenar la característica de representar una participación individual en un crédito colectivo. Se comprende entonces que la LMV en el Art. 71 pretende autorizar la inscripción en bolsa. Por lo tanto, no basta que sean transferibles, deben ser susceptibles de ser negociados en un mercado lo que, por definición, exige la concurrencia de una pluralidad de oferentes y demandantes. A su vez para que exista un mercado, aunque sea de proporciones reducidas, es necesario que los valores no sean emitidos de forma individualizada, pues difícilmente existirá un mercado para un solo valor. Así pues, es necesaria la existencia de un conjunto

Los títulos emitidos en serie, tienden a objetivarse y a ser considerados como una cosa fungible susceptible de negociación en los mercados de valores; debido a la fácil transmisibilidad que los caracteriza, son los preferidos para este tipo de negocios. Los títulos valores que se negocian actualmente en la bolsa de valores son los siguientes:

### 1.7.1 Eurobonos

Son instrumentos de deuda de largo plazo, emitidos y negociados fuera del país de origen, en dólares de los Estados Unidos de Norte América. Mediante estos instrumentos, el emisor se obliga a pagar al inversionista la cantidad prestada a valor nominal al vencimiento, así como intereses pagaderos a lo largo de la vida del instrumento. Pueden ser colocados a descuento o a valor par, y tienen por objeto el fondeo para el emisor.

Entre los emisores de Eurobonos, se encuentran gobiernos de diversos países, entre ellos el gobierno de El Salvador,<sup>202</sup> grandes empresas multinacionales, bancos, y organizaciones multilaterales.

---

de valores libremente transferibles que ofrezcan derechos homogéneos que permitan su negociación en un mercado. La libre transferencia y la fungibilidad son, por tanto, presupuestos de la negociabilidad.

<sup>202</sup> HIDALGO-QUEHL, G.; *“La Bolsa de Valores de El Salvador: Antecedentes, Historia de su Fundación y sus Primeros Diez Años de Operaciones”*, 1ª ed. Bolsa de Valores de El Salvador, 2002. Pág. 116. Relata el autor que el 3 de septiembre de 1999, y a solicitud del Ministro de Hacienda, Lic. José Luis Trigueros, se inscribieron los títulos-valores denominados “Eurobonos El Salvador 2006” para su negociación en la Bolsa, en base al Art. 3, inc. 2 de la Ley del Mercado de Valores. El monto fue de \$ 150 millones, autorizados para ser emitidos por el Estado de El Salvador, por Decreto Legislativo No 78, de 11 de septiembre de 1997, D.O. No 196, Tomo 337, del 22 de octubre de 1997. Esta fue la primera emisión de Eurobonos que realizó el Gobierno de la República. Conforme a la disposición legal citada, la Superintendencia de Valores inscribe las emisiones del Estado y del Banco Central de Reserva en el Registro Público Bursátil, con sólo la comunicación de autorización de la bolsa de Valores. Como la emisión de los Eurobonos fue desmaterializada y en ese entonces no había regulación específica como ahora, previo al inicio de su negociación, CEDEVAL debió celebrar un convenio con la depositaria internacional que los recibió en depósito del emisor; en este caso la depositaria fue Cedel Bank, que tiene su sede en Luxemburgo. Los “Eurobonos El Salvador 2006” se emitieron el 4 de agosto de 1999, a seis años plazo, con interés fijo del 9.5% anual.

Con referencia a la tasa de interés que se estipula en los términos y condiciones de las emisiones, los Eurobonos se pueden clasificar en: Eurobonos con tasa fija y Eurobonos con tasa variable. Los Eurobonos son títulos valores desmaterializados que actualmente están representados mediante anotaciones en cuenta.<sup>203</sup>

### 1.7.2 Bonos del Tesoro

Los Bonos del Tesoro Público son valores de mediano y largo plazo (plazo de 3 años en adelante). Son emitidos por la República de El Salvador.<sup>204</sup> A través de ellos el Gobierno adquiere la obligación de pagar su valor nominal en la fecha de su vencimiento. La finalidad de los bonos es financiar el presupuesto de la nación.

---

<sup>203</sup> Los Eurobonos son generalmente inscritos, aunque no necesariamente negociados, en las bolsas de valores de Londres y Luxemburgo, tal y como lo manifiesta la *Guía Informativa sobre Productos Bursátiles* de Agosto 2007 de la Bolsa de Valores de El Salvador, en la Pág. 3. Un ejemplo de este tipo de bonos son los “Eurobonos de El Salvador”, el gobierno salvadoreño los ha emitido en Luxemburgo a plazos que oscilan entre 7 y 30 años. Son bonos globales que se controlan a través de anotaciones en cuenta, y se encuentran inscritos en la Bolsa de Valores de El Salvador, pudiendo ser negociados en mercado secundario. El valor de las emisiones oscila entre US \$ 100 millones y US \$250 millones, pudiendo llegar hasta US \$ 3,000 millones. El plazo es de 1 a 30 años. Actualmente El Salvador ha emitido Eurobonos a 7,10 y 30 años plazo. Los posibles adquirentes de Eurobonos son las grandes empresas multinacionales, bancos y organizaciones multilaterales, Administradoras de Cartera, empresas aseguradoras, fondos de pensiones, empresas en general y personas naturales. Entre las emisiones de Eurobonos El Salvador se encuentran las siguientes: “Eurobonos El Salvador 2006” D. L. No 78, de 11 de septiembre de 1997, D.O. No 196, Tomo 337, del 22 de octubre de 1997; “Eurobonos El Salvador 2011”, emisión aprobada por la Junta Directiva de la Bolsa, en sesión JD-19/2001 creada mediante D.L. Nos. 256 y 266, de 25 enero de 2001, D.O. No 19, Tomo 380 de 25 enero de 2001; dos emisiones más fueron aprobadas por la Junta Directiva de la Bolsa, en sesión JD-08/02, creadas mediante D.L. Nos. 675 y 681 del 20 de diciembre de 2001, D.O. Nos. 240 y 241, Tomo 353 del 20 de diciembre de 2001. A partir del año 2001 se han efectuado más de 10 emisiones de Eurobonos siendo la última la aprobada por D.L. No 921 del 20 de diciembre de 2005 D.O. No 237, Tomo 369, del 20 de diciembre de 2005. Además de los Eurobonos El Salvador, se puede mencionar la disponibilidad local de Eurobonos de Chile, México, Guatemala y Costa Rica.

<sup>204</sup> Los Bonos del Tesoro son emitidos de acuerdo a las siguientes disposiciones legales Art. 148 Cn. Art. 97 Ley Orgánica de la Administración Financiera del Estado, y Art. 79 Ley Orgánica del Banco Central de Reserva. Los Bonos del Tesoro negociados actualmente en la Bolsa fueron creados mediante el D.L. No 921 del 20 de diciembre de 2005 D.O. No 237, Tomo 369, del 20 de diciembre de 2005

El mecanismo de colocación es el siguiente: Los Bonos son ofrecidos mediante subasta pública a través del sistema electrónico de la Bolsa de Valores de El Salvador sus participantes son personas naturales y jurídicas, ya sea nacionales y/o extranjeras.<sup>205</sup>

Los agentes autorizados a participar en las subastas son las Casas de Corredores de Bolsa locales, inversionistas directos previamente calificados por el Ministerio de Hacienda<sup>206</sup> (Bancos, AFP's, Organismos financieros e Instituciones Públicas facultadas, todos nacionales y extranjeras). Estos títulos están desmaterializados y representados por anotaciones electrónicas en cuenta.

---

<sup>205</sup> La inversión mínima es de \$10,000.00. La denominación de estos valores es de \$1,000.00 y sus múltiplos. Se negocian a través de la Bolsa de Valores de El Salvador. Una vez colocadas en mercado primario a través del sistema electrónico de la Bolsa de Valores de El Salvador, éstas pueden negociarse en mercado secundario, así como también se pueden realizar sobre ellas operaciones de reporto. Son amortizables en un sólo pago al vencimiento.

<sup>206</sup> En relación a las disposiciones de la Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado que le delega al Ministerio de Hacienda la gestión financiera del Estado y de acuerdo al Instructivo para la Colocación de Valores Emitidos por la República de El Salvador, No I Definiciones, son Inversionistas Directos: Personas Jurídicas Nacionales o Extranjeras que tienen la facultad de acceder al SINEVAL, (Sistema de Negociación de Valores, propiedad de la BVES, a través del cual el Ministerio de Hacienda coloca sus emisiones en el mercado local previa solicitud y aprobación del MH). Para estos efectos, los bancos internacionales deben estar calificados como Bancos de Primera Línea según registros de la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador ó instituciones financieras incluidas en el “Instructivo para Calificar Instituciones financieras del Exterior que Otorgan Créditos a Personas Naturales o Jurídicas radicadas en El Salvador”; para el caso de los nacionales ser bancos, administradoras de fondos de pensiones, y casas de corredores de bolsa, todos debidamente autorizados y supervisados por el ente fiscalizador respectivo y otros que el MH defina. Esta calificación se realiza de la siguiente forma No II. El MH remite al Administrador Tecnológico la nómina autorizada de los inversionistas siendo responsabilidad de éste activarlos en el SINEVAL, asignarles automáticamente las respectivas claves de acceso e informarles sobre la plataforma que en lo sucesivo se utilizará para la colocación de valores emitidos. Los inversionistas que deseen ser inscritos con la calidad de inversionista Directo, deben solicitarlo por medio de formato electrónico diseñado para tal fin, al cual pueden acceder a través de la página WEB de la BVES ([www.bves.com.sv](http://www.bves.com.sv)) o del MH ([www.mh.gob.sv](http://www.mh.gob.sv)). Las solicitudes son remitidas previo análisis del BCR al MH para su autorización, quien de encontrarlo favorable instruirá al Administrador Tecnológico la asignación de las claves de acceso respectivas al SINEVAL. El Administrador Tecnológico es el responsable de verificar que todos los inversionistas autorizados cuenten con accesos vigentes en el SINEVAL y proporcionar los mecanismos de seguridad necesarios.

### 1.7.3 Bonos BC

Conocidos como BONOS DE MEDIANO PLAZO O BONOBC, son emitidos por el Banco Central de Reserva de El Salvador, al igual que los CENELI, son valores emitidos con el fin de realizar un manejo eficiente de los flujos de fondos, es decir para manejo de la Tesorería del BCR.<sup>207</sup>

A diferencia de los CENELI, éstos son Bonos de mediano plazo que pagan una tasa fija semestralmente.<sup>208</sup> Los BONOS BC son títulos al portador y pueden ser desmaterializados y representados por anotaciones en cuenta.<sup>209</sup>

---

<sup>207</sup> EL BCR emite Bonos de acuerdo a la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador, que en los Arts. 49, 55 lit. d) y 62 establecen que el Banco podrá emitir títulos valores inscribirlos en una bolsa de valores, colocarlos y adquirirlos en el mercado secundario, así como canjear estos por otros títulos valores emitidos o garantizado por el BCR, en las condiciones que el Banco establezca. La emisión se realiza de acuerdo a los Arts. 23, 25 y 26 en donde se establecen las funciones del Consejo Directivo y del Presidente el cual es el encargado de los negocios del Banco en ejecución de las resoluciones del Consejo a quienes corresponde aprobar las operaciones activas y pasivas del Banco, en relación al Art. 13 que establece que se necesitan tres votos conformes, de los siete miembros que integran el Consejo para aprobar una resolución. Esta clase de emisiones de Títulos no necesitan aprobación de la Asamblea Legislativa, ya que la ley los faculta expresamente para emitirlos, tampoco son aplicables las disposiciones establecidas en la Ley SAFI de acuerdo al Art. 2 Inc. 5 de la misma.

<sup>208</sup> BVES. Op. Cit. Pág. 9. Los Bonos BC fueron creados por el BCR en Junio del 2003; mediante sesión CD-30/2003 del 13 de junio de 2003. el objetivo de estos títulos es el manejo de flujo de tesorería de BCR para suavizar la curva de la deuda pasando del corto plazo al mediano plazo, y desarrollar el mercado a través de la emisión de deuda. Su garantía la constituye el Gobierno de la República de El Salvador. El Valor mínimo de contratación \$500,000.00 y múltiplos por el mismo valor. Al ser transformados en anotaciones electrónicas en cuenta el monto mínimo es de \$5,000.00 y múltiplos de \$1,000.00. La custodia de estos títulos puede estar a cargo del Banco Central de Reserva o de una Central de Depósito de Valores autorizada (CEDEVAL). El plazo para el cual se emiten es de 3 a 4 años. Su amortización es al vencimiento de los títulos. Su forma de colocación es por subasta competitiva (tasa máxima), con una tasa definida en la subasta competitiva. Y en reaperturas con intereses transcurridos, a través de la ventanilla del Banco Central de Reserva. El mercado secundario se negociara únicamente en Bolsa.

<sup>209</sup> Según la Memoria de Labores 2006, Ejercicio 73 del Banco Central de Reserva de El Salvador, Pág. 62. En adición a las emisiones de corto plazo y con el propósito de propiciar mayor estabilidad a su liquidez, el Banco Central emitió los Bonos de mediano Plazo o Bonos BC en Dólares de los Estados Unidos de América, por un monto de US \$227.3 millones, a 4 años de plazo, los cuales fueron adquiridos por inversionistas del mercado local. Estos Bonos son desmaterializados y colocados a través de la Bolsa de Valores.

#### 1.7.4 Bono Convertible en Acciones

Es un instrumento financiero que ofrece características similares a las que ofrece un valor de deuda, pero que deja abierta la posibilidad de poder convertirlo en una acción (valor de renta variable).

Los bonos convertibles constituyen un tipo de valores que reciben mucha atención ya que son muy flexibles.<sup>210</sup> Una sociedad anónima salvadoreña de capital fijo o variable puede emitir obligaciones (tales como Certificados de Inversión etc.), convertibles en acciones con autorización de su Junta Directiva, quien establecerá el monto y clase de obligaciones que se desea convertir en acciones, señalando un plazo para la conversión.

Los accionistas de la sociedad emisora de estas obligaciones gozan del derecho preferente para suscribir esas obligaciones convertibles, en los mismos términos que para suscribir cualesquiera emisiones de acciones de la sociedad que se sujete al sistema.<sup>211</sup> La prima de conversión se fija

---

<sup>210</sup> El Art. 39 del Reglamento de la Ley de Inversiones para la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones. D. E. No 21, del 18 de febrero de 1998, Publicado en el D.O. No 40, Tomo 338 Publicado el 27 de febrero de 1998 y reformado mediante D.L. N° 38, del 15 de marzo del 2002, publicado en el D.O. N° 52, Tomo 354, del 15 de marzo del 2002. Define los Bonos Convertibles en Acciones como títulos de deuda que conllevan la obligación por parte del emisor al pago de intereses a la vez que otorgan al inversionista la opción de convertirlo en un número cierto de acciones y que son emitidos de acuerdo al Código de Comercio, Ley del Mercado de Valores y demás leyes aplicables.

<sup>211</sup> EL Art. 700 Com. Permite a las sociedades de capitales emitir Bonos Convertibles en Acciones, de acuerdo a las disposiciones siguientes: La emisión cubrirá el valor de un aumento de capital previamente acordado, con los requisitos legales, para cuya suscripción se haya acordado ese sistema y se haya señalado un plazo para la conversión. Hasta después de que la conversión se haya realizado, la sociedad emisora no podrá modificar las condiciones de la emisión. Deberán llenarse los requisitos legales para el aumento de capital y para la emisión de bonos. Tanto la escritura de emisión como los títulos de los bonos, deberán contener, además de las menciones señaladas en artículos anteriores, el plazo dentro del cual los titulares pueden ejercitar el derecho a la conversión y las condiciones de la misma. Los bonos convertibles no pueden colocarse bajo la par. A medida que los bonos se vayan convirtiendo en acciones, se aumentará el capital de la sociedad emisora; esta circunstancia debe de constar en el acuerdo de la Junta General de Accionistas que autorice el aumento y en la escritura social respectiva. Los accionistas de la sociedad emisora gozarán de un derecho preferente para

determinando el número de acciones por las cuales se habrá de canjear la obligación.<sup>212</sup>

### 1.7.5 Acciones

Las Acciones son títulos valores que representan una parte alícuota (igual) del capital<sup>213</sup> social de una sociedad e incorpora los derechos y obligaciones corporativos y patrimoniales de un socio.

Son emisores de acciones las Sociedades anónimas en general, sociedades de seguros y fianzas, grupos financieros, bancos, sociedades industriales, comerciales y de servicios.<sup>214</sup>

Como se estableció anteriormente, las acciones pueden contemplarse como parte alícuota del capital y como un conjunto de derechos, ambos necesitan incorporarse a un documento que pueda circular, transfiriendo esos atributos a quien sea su portador legítimo, convirtiéndose en cosa mueble corporal, individualizada por su numeración y regulada por el derecho de las cosas.

---

suscribir los bonos convertibles, en los mismos términos que para suscribir nuevas emisiones de acciones.

<sup>212</sup> Un ejemplo de la prima de conversión es el siguiente: Un Certificado de Inversión de \$1,000 da derecho a convertir 40 acciones representativas de capital social común. • El precio de conversión será entonces de: -  $\$1000/40 = \$25$  por acción - Suponiendo un precio actual de mercado de \$20, se tiene que la prima de conversión será de 0.25 es decir:  $(\$25-\$20)/\$20$

<sup>213</sup> LOPEZ VILLAR, J. M.; *“Representación de las Partes en que se Divide el Capital Social”*, en Estudios de Contratos sobre Acciones en Homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci, 1ª ed. Ed. CIVITAS, España, 1994, Pág. 60. Manifiesta el autor que el capital está formado por dinero, bienes y derechos, con los que la sociedad va a empezar a partir de su fundación a realizar actividades propias de su giro; una vez ha comenzado su vida el capital va a quedar como un solo concepto jurídico.

<sup>214</sup> Las acciones pueden ser nominativas o al portador, esto se encuentra regulado en el Art. 153 Com. El valor nominal depende del emisor, al respecto el Art. 129 Com. establece que las acciones serán de un valor nominal de diez colones o múltiplo de diez. Las acciones son consideradas inversiones de largo plazo, aunque en realidad no tienen fecha de vencimiento, ya que su existencia depende de la existencia de la sociedad cuyo capital representa.

Para una sociedad, el objetivo de emitir acciones para el público<sup>215</sup> es que le permite aumentar su capital para largo plazo, sin costo financiero inmediato, sólo con la promesa bien fundamentada de hacer rendir aquel capital recibido de los inversionistas y de pagarles dividendos por su inversión.

Es esta misma practica, la que ha creado una acumulación de Títulos Valores en los cuales se representan dichos derechos, y a la vez, ha potenciando un cambio en la forma de representarlas en la bolsa de valores, sustituyendo el soporte físico, por una anotación contable, agilizando su circulación y emisión.<sup>216</sup>

### **1.7.6 Acciones Preferidas**

Son valores emitidos por las sociedades de capitales representativos de capital social de renta fija, pero el pago de dividendos al estar supeditado a los resultados de la empresa da una mayor flexibilidad financiera a la empresa.

Las acciones preferentes son similares a la emisión de deuda en el sentido que especifica un pago anual determinado, con la diferencia que la obligación legal de pagar intereses es mucho mayor que la de pagar dividendos en las acciones preferentes.<sup>217</sup>

---

<sup>215</sup> Cuando nos referimos a emitir acciones para el publico, hacemos referencia a que se emiten para ser adquiridas a través de la Bolsa de Valores.

<sup>216</sup> Según la Memoria de Labores 2006 de BVES, para Finales del año 2007, se proyecta que la CEDEVAL, de por finalizada la Desmaterialización de Acciones acumuladas y que se inicie el año 2008, con la emision de Acciones Desmaterializadas.

<sup>217</sup> Las acciones preferidas se clasifican como certificados de acción, su valor nominal será en múltiplos de diez colones, su plazo es indefinido ya que depende del emisor, se negocian en mercado primario a través de la Bolsa de Valores.

### 1.7.7 Certificados Negociables de Liquidez

Conocidos como CENELI, son títulos emitidos por el Banco Central de Reserva de El Salvador<sup>218</sup> con el fin de realizar un manejo eficiente de sus flujos de fondos, es decir para manejo de la Tesorería del Banco Central de Reserva.<sup>219</sup>

De todas las opciones de inversión la más colocada en mercado primario corresponde a los Certificados Negociables de Liquidez. Este tipo de emisión es utilizada para regular la liquidez de la economía y del sistema bancario.

---

<sup>218</sup> Los CENELI surgen a raíz de la Ley de Integración Monetaria D.L. No 201 del 30 de noviembre de 2000, D.O. No 241, Tomo 349 del 22 de diciembre de 2000. que en el Art. 20, sustituye el Título II, del Capítulo VI de la Ley de Bancos Arts. del 40 al 50. Específicamente en el Art 44 se regula que La Superintendencia del Sistema Financiero debe establecer una reserva de liquidez que, en forma proporcional a sus depósitos y obligaciones, deberán mantener los bancos. Según el Art. 45 La reserva de liquidez de cada banco puede estar constituida en forma de depósitos de dinero en dólares de los Estados Unidos de América, a la vista, en el Banco Central o en títulos valores emitidos por éste en la misma moneda, los cuales deberán mantenerse libres de todo gravamen. Es en base a esta reserva de liquidez que el BCR emite los Certificados Negociables de Liquidez; los Arts. 49, 55 lit. d) y 62 de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva, lo facultan para emitir este tipo de títulos valores, en relación al instructivo de operación que fue aprobado por el BCR el 10 de diciembre de 2001. Son aplicables a los CENELI las mismas disposiciones que regulan los Bonos BC.

<sup>219</sup> HIDALGO-QUEHL, G.; Op. Cit. Pág. 129. El autor manifiesta que la Junta Directiva de la Bolsa de Valores, en su sesión JD-01/2001, celebrada el 2 de enero de 2001, aprobó al BCR su primera emisión de Certificados Negociables de Liquidez, que había aprobado en su sesión CD-48/2000 de fecha 18 de diciembre de 2000. Según la Guía Informativa sobre Productos Bursátiles de la BVES, Pág. 10, el objetivo de los CENELI es el Manejo de la Tesorería del Banco Central de Reserva de El Salvador. Están garantizados por el Gobierno de la República. Su valor nominal es de US \$5,000 y cantidades mayores múltiplos de esa cantidad. No son valores homogéneos, por lo que la custodia está a cargo del Banco Central de Reserva. Pueden existir emisiones a diferentes plazos los cuales pueden ser desde 4 hasta 364 días. Cuando son plazos mayores de 28 días, se emite una convocatoria semanal, por lo general los lunes, y su liquidación son los días martes. Se emiten los días martes de cada semana o de acuerdo a los requerimientos del Banco Central. En mercado primario se negocian a través de los sistemas VENTAVAL (software del Banco Central utilizado para monitorear la compra de valores en mercado primario, tienen acceso a él todos los Bancos, así como las casas de corredores de bolsa, y a través de estas últimas todos los inversionistas que deseen adquirir estos valores) y SINEVAL. El mercado secundario se negociara únicamente en Bolsa. Su amortización es al vencimiento o de forma anticipada con autorización del Consejo Directivo del Banco Central de Reserva de El Salvador..

La forma en que generalmente se colocan es mediante Convocatorias Competitivas, donde se adjudican los valores por subasta, en la cual se clasifican las posturas<sup>220</sup> por plazo y se determina una tasa de corte para cada uno, asignando todas aquellas posturas cuya propuesta de tasa de rendimiento sea menor o igual que la tasa de corte establecida.

Los CENELI Son títulos al Portador, negociables en la Bolsa de Valores. Se entrega únicamente un resguardo, por la compra del título.

### 1.7.8 Certificados de Inversión

El Certificado de Inversión es un título valor utilizado por los Emisores<sup>221</sup> como instrumento financiero de captación de recursos.

---

<sup>220</sup>SUPERVAL, Op. Cit. Pág. 10. En este artículo se define que una postura, es una oferta de compra en la cual se indica el plazo, tasa y monto que se está interesado en adquirir. La tasa de rendimiento que se pague depende del tipo de subasta competitiva que se utilice, ésta puede ser del tipo Holandesa o Inglesa, en el primer caso todas aquellas posturas cuya tasa de rendimiento propuesta sea igual o menor que la tasa establecida es aceptada y la tasa de rendimiento pagada es la misma para todas las ofertas, mientras que en la subasta inglesa la tasa de rendimiento pagada a cada una de las posturas que hayan resultado asignadas es la que ha sido propuesta para cada una de ellas

<sup>221</sup>JIMENEZ, E y FLORES, M.; “*La Ley del Mercado de Valores y Algunas Consideraciones en El Salvador*”, Tesis para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas, Univesidad del El Salvador, El Salvador, 2000, Pág. 35. Para estos autores, el emisor u oferente es la persona o entidad que ofrece los valores para su suscripción o adquisición. En las ofertas, que han sido autorizados por la Superintendencia de Valores para emitir cualquier clase de título de valor, ya sean éstos obligaciones o acciones, obligándose estos a proporcionar periódicamente información sobre sus estados financieros, así como todo hecho que pueda incidir en el valor de sus títulos inscritos en la Bolsa. De acuerdo a la lista de emisores publicada en Agosto de 2007 por la BVES .Los Emisores inscritos en la Bolsa son los siguientes: ADMINISTRADORA DE FONDO DE PENSIONES CRECER S. A.; ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES CONFIA S. A.; AIG UNION Y DESARROLLO S. A.; ASEGURADORA AGRICOLA COMERCIAL S. A.; ASEGURADORA POPULAR S. A.; ASEGURADORA SUIZA SALVADOREÑA S. A.; ASESUISA VIDA, S.A. SEGUROS DE PERSONAS; AVANCE INGENIEROS, S. A. DE C. V.; BANAGRICOLA S.A.; BANCO AGRICOLA S. A.; BANCO AMERICANO S. A.; BANCO CENTRAL DE COSTA RICA; BANCO CENTRAL DE HONDURAS; BANCO CENTRAL DE NICARAGUA; BANCO CENTRAL DE RESERVA DE EL SALVADOR; BANCO CENTROAMERICANO DE INTEGRACION ECONOMICA; BANCO CUSCATLAN DE COSTA RICA, S.A.; BANCO CUSCATLAN DE EL SALVADOR S.A.; BANCO CUSCATLAN DE PANAMA, S.A.; BANCO DE AMERICA CENTRAL, S. A.; BANCO DE COMERCIO DE EL SALVADOR S. A.; BANCO DE FOMENTO AGROPECUARIO; BANCO DE GUATEMALA; BANCO HIPOTECARIO DE EL SALVADOR S. A.; BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO; BANCO MULTISECTORIAL DE INVERSIONES; BANCO PROCREDIT, S.A.; BANCO PROMERICA S. A.; BANCO SALVADOREÑO S. A.; BANCO UNO S.A.; BANISTMO BOND FUND II INC.; BANK OF AMERICA CORPORATION; BBVA, S.A. SEGUROS DE PERSONAS; BIENES Y SERVICIOS S.A.; BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR S.A. DE C.V.; CATERPILLAR INC.; CEMENTO DE EL SALVADOR S.A.; CHEVRON CORP.; CIA. DE

Son títulos de deuda que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo del emisor, para el cual son una forma de captar recursos a costos competitivos, y con su adquisición el inversionista obtiene mayor rentabilidad y liquidez por su inversión durante el plazo que él requiere, puesto que los Certificados de Inversión tienen facilidad de negociarse en mercado secundario de la Bolsa de Valores.<sup>222</sup>

La forma de emisión de estos títulos es Físicamente: mediante la emisión de certificados (láminas impresas) Y Desmaterializados: por la emisión mediante Títulos globales (Macrotítulos) y administrados a través de anotaciones en cuenta.

---

TELECOMUNICACIONES DE EL SALVADOR S.A. de C.V. (CTE); CITIGROUP INC.; COMERCIAL EXPORTADORA S.A. DE C.V.; COMPAÑIA ANGLOSALVADOREÑA DE SEGUROS S. A.; COMPAÑIA DE ALUMBRADO ELECTRICO DE SAN SALVADOR S. A. DE C. V.; COMPAÑIA GENERAL DE SEGUROS S.A.; CORPORACION UBC INTERNACIONAL S.A.; CORPORACION UBC, S.A. DE C.V.; CREDIQ INVERSIONES II, S.A. DE C.V.; CREDIQ INVERSIONES, S.A.; DISTRIBUIDORA DE ELECTRICIDAD DEL SUR S. A. DE C. V.; EASTMAN KODAK CO.; EMPRESA ELECTRICA DE ORIENTE S. A. DE C. V.; ESTADO DE COSTA RICA; ESTADO DE GUATEMALA; ESTADO DE HONDURAS; ESTADO DE LA REPUBLICA DE CHILE; ESTADO DE LA REPUBLICA DE EL SALVADOR; ESTADO DE MEXICO; ESTADO DE NICARAGUA; ESTADO DE PANAMA; EXXON MOBIL CORP.; FANNIE MAE; FEDERAL HOME LOAN BANK; FONDO DE EMERGENCIA DEL CAFE; FONDO SOCIAL PARA LA VIVIENDA; FREEDIE MAC; Fideicomiso DIAMONDS TRUST, SERIES I; Fideicomiso de Inversión Nasdaq - 100 Trust Series 1; Fideicomiso de Inversión SPDR Trust Series 1; GOBIERNO DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTE AMERICA; Global Bank Corporation; INTEL CORPORATION; INTERNACIONAL DE SEGUROS S.A.; INTERNATIONAL BUSSINES MACHINES CORPORATION; INVERSIONES FINANCIERAS BANCO AGRICOLA S. A.; INVERSIONES FINANCIERAS BANCOSAL S.A.; INVERSIONES FINANCIERAS CUSCATLAN, S.A.; INVERSIONES FINANCIERAS PROMERICA, S.A.; INVERSIONES FINANCIERAS SCOTIABANK EL SALVADOR, S.A.; INVERSIONES FINANCIERAS UNO, S.A.; INVERSIONES SIMCO S.A. DE C.V.; JOHNSON & JOHNSON; LA CENTRO AMERICANA S. A.; MCDONALD'S CORPORATION; METROCENTRO S.A. DE C.V.; MICROSOFT CORP.; MUEBLES METALICOS PRADO S.A. DE C.V.; Ministerio de Hacienda; NYSE GROUP INC.; OFFICE DEPOT INC.; PEPSICO, INC.; PFIZER INC.; PRIMER BANCO DEL ISTMO S. A.; PROCTER & GAMBLE CO.; REPUBLICA DE COLOMBIA; REPUBLICA FEDERATIVA DE BRASIL; SCOTIABANK EL SALVADOR S.A.; SEGUROS E INVERSIONES S. A.; SISA VIDA S. A. SEGUROS DE PERSONAS; STARBUCKS CORP.; THE COCA-COLA COMPANY; TIME WARNER INC.; WAL-MART STORES INC.; YAHOO! INC.

<sup>222</sup> El objetivo de los Certificados de Inversión es el de obtener financiamiento para proyectos de inversión, adquisición de activos fijos por parte del emisor y/o reestructurar pasivos. El monto varía de acuerdo a las necesidades de financiamiento del emisor. El valor nominal de cada uno de los valores físicos de crédito no puede ser inferior a \$1,000.00, y debe ser un múltiplo de 1,000.00. Los valores desmaterializados son negociados en un monto mínimo de \$100.00. El plazo va desde 6 meses hasta 25 años. Cada serie debe tener una sola fecha de vencimiento y el plazo empieza a contar a partir de la fecha de colocación de esa serie.

### 1.7.9 Letras de Cambio Bursátiles

Las Letras de Cambio Bursátiles, son valores de deuda o crédito, individuales emitidos por Bancos inscritos como emisores y respaldadas por letras de cambio corriente de sociedades con giros industriales, comerciales y/o de servicios.

En esta figura interviene dos clases de letras de cambio: las ordinarias, que son las que corrientemente libran los industriales-productores y aceptan sus distribuidores-comerciales, o libran éstos últimos y aceptan otros distribuidores o los consumidores; y las Letras de Cambio Bursátiles, a las que sirven de respaldo o garantía las primeras.<sup>223</sup>

---

<sup>223</sup> HIDALGO-QUELH, G.; Op. Cit. Pág. 115. Según el autor, la Bolsa de Valores en su sesión JD-15/99, celebrada el 27 de abril de 1999, introdujo las Letras de Cambio Bursátiles como títulos-valores a ser negociados a descuento en la Bolsa, para apoyar la industria, el comercio de sus productos y la prestación de servicios. Las Letras de Cambio Bursátiles son títulos emitidos de deuda o crédito, individuales, a la orden, sin protesto emitidos por Bancos inscritos como emisores en la Bolsa; el Banco si lo considera conveniente puede librar Letras de de Cambio Bursátiles que sean aceptadas por las empresas descontantes de las Letras de Cambio Ordinarias; o bien puede, librar Letras de Cambio Bursátiles a cargo de sí mismo, en base al Art. 708 Com. con lo que queda él mismo legalmente como aceptante. Estas Letras de Cambio Bursátiles son llevadas para su negociación en bolsa, cuando los bancos que tienen letras ordinarias descontadas necesitan liquidez. Los bancos como libradores quedan obligados con los inversionistas adquirentes de acuerdo al Art. 711 Com.

Estos títulos son emitidos por Bancos que descuenten letras de cambio corrientes de empresas industriales, comerciales o de servicio.<sup>224</sup>

La emisión de letras de cambio bursátiles es una alternativa financiera que los bancos pueden utilizar para obtener liquidez, utilizando los valores que reciben a descuento.

#### **1.7.10 Letras del Tesoro**

Las Letras del Tesoro son certificados o títulos de crédito de corto plazo y al portador, en ellos se consigna la obligación del gobierno a pagar su valor nominal a la fecha de su vencimiento o en forma anticipada si el portador está de acuerdo

El ente emisor de las LETES<sup>225</sup> es el Ministerio de Hacienda en representación del Gobierno de la República de El Salvador<sup>226</sup> y a través del Banco Central de Reserva de El Salvador.<sup>227</sup>

---

<sup>224</sup> El monto de estos títulos es de \$ 1,000 o sus múltiplos, el emisor no puede emitir Letras de Cambio Bursátiles por montos mayores a \$10,000.00. Deben ser libradas para ser pagadas a fecha fija, no mayor de 180 días máximo. Solo podrán ser emitidas para ser negociadas en mercado primario y secundario en la Bolsa de Valores. La garantía de estos títulos es el patrimonio del Banco. El resguardo de los Títulos los realiza CEDEVAL, quien custodia los valores que intervienen en la operación, requiriéndose que se encuentren depositados en administración con 24 horas antes de su negociación. La forma de amortización es la siguiente, el Banco emisor paga a través CEDEVAL a los adquirentes, al vencimiento del plazo, el valor nominal de las Letras de Cambio Bursátiles, así lo manifiesta la Guía Informativa de Productos Bursátiles de la BVES, en la Pág. 16.

<sup>225</sup> BAGEHOT, W.; en Revista "*Lombard Street, London Monetary Market*", Londres, Inglaterra, Pág. 166. El autor establece que las Letras del Tesoro tuvieron su origen en Inglaterra cuando el entonces Ministro del Tesoro Sir Stafford Northcote, teniendo dificultades para levantar u obtener un préstamo para el Gobierno en términos o condiciones satisfactorias, consultó con un economista inglés el cual en su informe expuso: el Tesoro tiene la mejor seguridad o garantía que alguien puede ofrecer, pero debe saber usarla. El mercado donde se obtienen préstamos negocia con letras de cambio y está acostumbrado a esa forma de garantía. Por consiguiente, la garantía que el Tesoro ofrezca debería parecerse tanto como en su método de negociación. La Letra de Tesorería sobre sí mismo, que conlleva una promesa de pago a determinada fecha. En base a este consejo, el Parlamento inglés emitió la Treasury Bill Act the 1877.

Las LETES son ofrecidas mediante subasta pública a través del sistema electrónico de la Bolsa de Valores de El Salvador, por medio de subastas competitivas a tasas diferenciadas.<sup>228</sup>

Los participantes permitidos son personas naturales y jurídicas, tanto nacionales como extranjeras. Y los agentes autorizados a participar son las Casas de Corredores de Bolsa locales, inversionistas directos previamente calificados por el Ministerio de Hacienda (Bancos, AFP's, Organismos financieros e Instituciones Públicas facultadas, todos nacionales y extranjeras).

---

<sup>226</sup> HIDALGO-QUELH, G.; Op. Cit. Pág. 73. Relata este autor, que el 10 de noviembre de 1994, y previo convenio que se firmó con el Gobierno, se empezaron a negociar en la Bolsa de Valores las Letras del Tesoro (LETES), emitidas por el Gobierno de El Salvador; estas son letras de cambio libradas por el Estado sobre sí mismo, es decir, el Estado es librador, librado y aceptante, para ser vendidas a descuento, para cubrir deficiencias temporales de caja. En nuestro país fue la Bolsa de Valores la que despertó interés en el gobierno para que se emitieran Letras del Tesoro, pues ya existía en la Asamblea Legislativa el Decreto No 21 del 27 de junio de 1941. D.O. No 145, Tomo 131 del 1 de junio de 1941, emitido durante el gobierno del General Maximiliano Hernández Martínez, que autorizaba al Poder Ejecutivo, en el ramo de Hacienda, por medio de la Dirección General de Tesorería, para emitir estos títulos valores. El gobierno acogió la idea con simpatía y sólo tuvo que dictar un nuevo reglamento para desarrollar las operaciones de tales títulos valores, este reglamento aparece publicado en el D.O. No 103, Tomo 323 del 3 de junio de 1994.

<sup>227</sup> La Constitución de la República en su Art. 227 inc. 3 establece en el Presupuesto General de la Nación que el gobierno pudiera incurrir en una deuda flotante, para remediar las deficiencias temporales de ingreso, en relación con el Art. 148. Para financiar dichas deficiencias, la Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado, en su Art. 72, en relación con los Arts. 63 lit. d), 64 inc. 2, y 73 faculta al Ministerio de Hacienda como el organismo responsable de la emisión y colocación de LETES, utilizando los servicios del Banco Central de Reserva de El Salvador o de agente de bolsa privado, legalmente autorizados para que en su representación participen en el proceso de colocación y pago de estos títulos de acuerdo a los Arts. 81 al 85 del Reglamento de la Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado. Son aplicables a las LETES las disposiciones que regulan los Bonos del Tesoro.

<sup>228</sup> El objetivo de las LETES es remediar las deficiencias temporales de ingreso en el Presupuesto General de la Nación. Y están garantizadas por el Gobierno de la República de El Salvador. Son emitidas a plazos inferiores a un año: 90, 180, 270, y 360 días. La denominación de estos valores es de \$100.00 y sus múltiplos. La inversión mínima es de \$10,000.00, Se negocian a través de la Bolsa de Valores de El Salvador. Una vez colocadas en mercado primario a través del sistema electrónico de la Bolsa de Valores de El Salvador SINEVAL, éstas pueden negociarse en mercado secundario, así como también se pueden realizar sobre ellas operaciones de reporto. Estos Títulos son amortizados mediante un solo pago al vencimiento.

### **1.7.11 Papel Bursátil**

Son valores de deuda emitidos en masa por sociedades anónimas destinados a la oferta pública, emitidos en dólares de los EEUU. Los valores son a descuento y se emiten por medio de Anotaciones Electrónicas en Cuenta. Son negociables en Mercado Primario de la Bolsa de Valores de El Salvador, con intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa.<sup>229</sup>

Pueden emitir Papeles Bursátiles o Comerciales las sociedades inscritas como emisoras de valores, con giro estrictamente comercial, de servicios o industria. La emisión es una emisión quirografaria (se respalda por la solvencia económica y moral de la empresa emisora). No obstante lo anterior, el emisor puede otorgar como garantía para estas emisiones un aval o una fianza.<sup>230</sup>

### **1.7.12 CEFES**

Los CEFES Certificados Fiduciarios de Educación, Paz Social y Seguridad Ciudadana, son certificados Fiduciarios de Participación emitidos por el Gobierno de la Republica, creados mediante la Ley del Fideicomiso para Inversión en Educación, Paz Social y Seguridad Ciudadana.<sup>231</sup> En

---

<sup>229</sup> HIDALGO-QUEHL, G.; Op. Cit. Pág. 115. Según el autor la junta Directiva de la Bolsa de Valores, en su Sesión JD-15/99, celebrada el 27 de abril de 1999, con el objeto de facilitar la emisión de títulos valores de corto plazo y proveer mayor liquidez a las empresas comerciales, industriales y de servicios, acordó modificar su resolución para emitir papeles comerciales. La negociación de Papeles Comerciales se efectúa cumpliendo con las reglas establecidas para las obligaciones negociables Art. 68 Ley del Mercado de Valores, en el Código de Comercio y conforme a los usos y costumbres bursátiles en su caso.

<sup>230</sup> El monto de la línea de crédito de Papel Comercial a autorizarse depende tanto de la estructura financiera de la empresa como de su capacidad para cumplir con la carga financiera. Dado que son valores desmaterializados, pueden ser negociados por un monto mínimo de \$100.00. . El plazo se fija de común acuerdo entre la empresa emisora y la casa corredora de bolsa colocadora considerando las condiciones del mercado. Con un plazo que no puede ser menor a 15 días ni exceder de 360 días.

<sup>231</sup> D.L. N° 343 del 21 de junio del 2007, D.O. No 115, Tomo 375 del 25 de junio del 2007.

donde se autoriza al Ministerio de Hacienda para actuar como Fideicomitente del referido Fideicomiso.

Asimismo, y de conformidad a la Ley de Creación del Banco Multisectorial de Inversiones,<sup>232</sup> el cual tiene facultades, para constituir y/o administrar Fideicomisos, se designa expresamente al BMI, para desempeñarse como ente Fiduciario del Fideicomiso, los Fideicomisarios son el Ministerio de Seguridad Pública y Justicia, la Fiscalía General de la República, la Policía Nacional Civil, el Ministerio de Educación y la Procuraduría General de la República.<sup>233</sup>

Los CEFES son títulos valores de mediano plazo, emitidos en serie, al portador, expresados en dólares de los Estado Unidos de América, pueden ser colocados a descuento, y están representados por anotaciones en cuenta.<sup>234</sup>

---

<sup>232</sup> D.L. No 856 del 21 de abril de 1994, D.O. No 98, Tomo 323 del 27 de mayo de 1994.

<sup>233</sup> Art. 1 Ley del Fideicomiso para Inversión en Educación, Paz Social y Seguridad Ciudadana

<sup>234</sup> El Art. 12 de la Ley del Fideicomiso para Inversión en Educación, Paz Social y Seguridad Ciudadana regula las características de los CEFES, estos pueden ser emitidos a plazos hasta de 5 años, pueden ser colocados a descuento o devengar una tasa de interés definida por el Consejo de Administración, Los certificados pueden ser objeto de premios provenientes de sorteos, según lo defina el Consejo de Administración para cada una de las emisiones, por medio de sorteos que realice el fiduciario ; según el Art. 17 La colocación de las emisiones podrá negociarse en mercado primario y secundario a través de Bolsas de Valores locales e internacionales o en la forma que establece el Art. 14; Art. 19 los títulos se encuentran exentos del pago de toda clase de impuestos; Art. 16, están autorizados para adquirir certificados: la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa, CEL; el Fondo Especial de los Recursos Provenientes de la Privatización de ANTEL, FANTEL; y la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, CEPA.

## **CAPITULO II DE LA DESMATERIALIZACION DE TÍTULOS VALORES**

Sumario: 2.1 IMPORTANCIA DE LA DESMATERIALIZACIÓN A NIVEL NACIONAL E INTERNACIONAL. 2.1.1 Ventajas de la desmaterialización de Títulos Valores 2.2 DESMATERIALIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES. 2.2.1 Definición de Desmaterialización de Títulos Valores. 2.2.2 Evolución del Proceso de Desmaterialización. 2.2.3 Proceso de Desmaterialización de Títulos Valores en El Salvador. 2.2.4 Clasificación de la Desmaterialización de Títulos Valores 2.2.5 Características de los Valores Susceptibles de ser Desmaterializados. 2.3 ANOTACIONES EN CUENTA. 2.3.1 Evolución Histórica de las Anotaciones en Cuenta. 2.3.2 Evolución de la Anotaciones en Cuenta en El Salvador. 2.3.4 Emisión de Títulos Valores Desmaterialización. 2.4 FORMAS DE TRANSFERENCIA Y CONSTITUCION DE GRAVAMENES SOBRE VALORES NEGOCIABLES. 2.4.1 Formas de Transferencia de Valores Negociables. 2.4.2 Constitución de Gravámenes sobre Valores Negociables. 2.4.3 Inembargabilidad de Valores en Administración

### **2.1 IMPORTANCIA DE LA DESMATERIALIZACIÓN A NIVEL NACIONAL E INTERNACIONAL**

La economía moderna se fundamenta en la posibilidad de efectuar actos de comercio “a crédito”. Este crédito se ha convertido en un bien comerciable como cualquier bien real. La agilidad que caracteriza al comercio es la que ha forzado al legislador a dotar a los comerciantes de nuevos medios de transferir el crédito de los particulares.

Es en ese ámbito que encontramos los títulos valores como medio de transferencia del crédito, sin que ello desmejore la seguridad jurídica aspirada por el legislador.<sup>235</sup> Para ello, inicialmente, se incorporaron los derechos a los papeles, dotándolos de autonomía, literalidad y legitimación del derecho por la sola posesión, el principio de la autonomía esta tan

---

<sup>235</sup> HERNADEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 59. El autor establece, que la circulación de los créditos se torna mucho más fácil y segura mediante los títulos valores, pues hoy día la agilidad, rapidez y seguridad, son aspectos fundamentales que la actividad comercial exige para realizar transacciones mercantiles, unido al hecho de que los comerciantes buscan el menor número posible de formalismos y que a la vez le brinde un grado máximo de confiabilidad. Véase también ROJAS CHANG, A. ;Op. Cit. Pág. 3. En donde la autora manifiesta que en sus orígenes, los títulos valores nacen para satisfacer la necesidad latente en el comercio, de transmitir los créditos en una forma ágil, rápida y segura. Razón por la que se recurre a la creación de la ficción jurídica, por medio de la cual un derecho que es de naturaleza incorporal o inmaterial se fusiona a un documento de carácter material o corporal. De esta fusión indisoluble brota lo que actualmente conocemos como título valor.

arraigado, que el extravío o destrucción de un título valor requiere de todo un procedimiento de reposición.<sup>236</sup>

Sin embargo, el uso de valores en soporte papel ha comenzado a ceder terreno a formas de representación más seguras de los derechos, tal como corresponde a los valores “desmaterializados” o anotados en cuenta.

En ese contexto, apreciamos que formas más sofisticadas de comercio (negocio financiero y bursátil), requiere de mecanismos más ágiles de negociación, sin que por ello se perjudique la posición del acreedor; es así, como nace el régimen legal de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

La economía y el comercio están fundamentalmente basados en el crédito,<sup>237</sup> el cual debe ser transferido bajo condiciones de:

- Rapidez
- Flexibilidad
- Seguridad jurídica

Debido al principio de incorporación el derecho contenido en el documento, se vuelve una cosa mueble, por lo que, el dueño del título es el

---

<sup>236</sup> La reposición de los Títulos Valores se encuentra regulada en el Cáp. XIII, del Título II, Libro III, Art. 930 y sig. del Código de Comercio; y en el Cáp. V, Arts. 45 al 48 de la Ley de Procedimientos Mercantiles.

<sup>237</sup> La economía y el comercio, constituyéndose este último parte fundamental de aquella, están fundamentalmente basados en el crédito, al respecto Ricardo Ramírez Fuentes en Conferencia “*De los Títulos Valores a las Anotaciones en Cuenta*”, en San Salvador, El Salvador, 4 de Octubre de 2004. Explica que el crédito, es un cambio en el que una de las partes entrega de inmediato un bien o servicio, y el pago correspondiente más los intereses devengados, los recibe más tarde; por tanto el crédito se debe poder transferir bajo las condiciones de rapidez, flexibilidad y seguridad jurídica, que garanticen los derechos de ambas partes, principalmente la posición del acreedor quien ya cumplió con su obligación al ser el primero en otorgar la contraprestación, así como evitar abusos de este para con el deudor.

titular del derecho, eso nos lleva a los siguientes riesgos asociados al uso del papel.

- Costos por custodia
- Riesgo de extravió
- Riesgo de falsificación
- Procesos costosos y largos de reposición

Con el objeto de lograr las condiciones de rapidez, flexibilidad y seguridad jurídicas que requieren la transmisión del crédito y siendo este el principal componente que determina la aparición de los títulos valores y estos a su vez, dan origen al mercado de valores, y a todo el desarrollo del mismo, fue primordial buscar mecanismos que aminoraran los riesgos asociados al uso del papel, y de esta forma después de un largo proceso evolutivo, es que nace la desmaterialización de los títulos valores,<sup>238</sup> que es una práctica internacional de los mercados de valores, la cual inicia en Europa en los años cincuenta.

En El Salvador, las primeras desmaterializaciones se dieron en 1999, en este caso con valores de deuda o bonos, aunque en esa época no existía una ley que regulará el proceso de desmaterialización, siendo el único sustento legal los Art. 68 al 71, y 79-A al 79C de la Ley del Mercado de Valores, la cual regulaba de manera vaga el proceso de desmaterialización, por lo que los inversionistas no tenían verdadera seguridad jurídica, al comprar los valores desmaterializados.

---

<sup>238</sup> RAMIREZ VILLALOBOS, F.; "*La Crisis del Papel: La Desmaterialización de los Títulos Valores y la Aparición de las Anotaciones en Cuenta*", en Rev. Acta Academica, N. 25, Universidad Autónoma de Centro America, Costa Rica, 1999, Pág. 4. La autora plantea, que con la desmaterialización se busca darle mayor agilidad, eficiencia, seguridad y disminución de costos al mercado de valores, a efecto de lograr un mejor desarrollo del mismo.

La Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta conocida como la ley de desmaterialización de valores, entró en vigencia en El Salvador en septiembre del año 2002.<sup>239</sup>

Con la desmaterialización de valores se inició el proceso de cambio de los títulos valores en papel que se negocian en la bolsa, por anotaciones en cuenta agilizando las transacciones bursátiles y favoreciendo la integración con otros mercados de la región.

### **2.1.1 Ventajas de la desmaterialización de Títulos Valores**<sup>240</sup>

**a. Para el emisor:** Reducción de costos, se evita gastos en la elaboración del diseño e impresión de títulos. Además, se reduce los costos del manejo y custodia de los títulos valores.<sup>241</sup>

#### **b. Para la Casa Corredora de Bolsa:**

- Reduce el tiempo de negociación.

---

<sup>239</sup> El Art. 76 L.A.E.V.C establece: El presente decreto entrará en vigencia ciento ochenta días después de su publicación en el Diario Oficial. El Decreto fue aprobado el 21 de febrero del 2002, y publicado en el D.O. No. 57 Tomo 354 de fecha 22 de marzo de 2002.

<sup>240</sup> ROJAS CHANG, A. ; "*Anotaciones en Cuenta y Desmaterialización del Título Valor*", en Rev. Banca, Bolsa y Seguros, Costa Rica, 1998, Pág. 6. La autora manifiesta que el fenómeno de la desmaterialización y la representación de los títulos por anotaciones en cuenta, elimina de raíz las dificultades generadas por el deterioro, robo, hurto o extravío de los títulos valores, tan frecuente en nuestros días. Así mismo, también evita los problemas generados por la falsedad de la firma del deudor o bien de la posibilidad de oponer excepciones que se funden en el texto del documento, puesto que ya no existe un documento. Sin embargo, abre el portillo a nuevos retos, como es evitar la peligrosa actividad de los conocidos "hacker", también conocidos como piratas electrónicos que se caracterizan por violar sistemas de seguridad, así como la necesaria y exacta regulación del delito informático y de lo que tal vez el futuro se denomine adulteración o falsedad electrónica.

<sup>241</sup> Las ventajas que ofrecen la desmaterialización de valores para los emisores y los inversionistas son diversas, según lo manifestado por Mariano Novoa Flores, en comunicado "*Desmaterialización de Acciones*" emitido por CEDEVVAL, en San Salvador, El Salvador, 2 de Junio de 2007. El representante de la institución expresa que entre las ventajas más relevantes se encuentran: seguridad y velocidad en la transmisión de datos; ahorro directo en el costo de emisión y manejo de valores; eliminación de inventarios físicos de valores; disminución de tiempo en la liquidación de transacciones y entrega de valores; minimización de costos en concepto de custodia (bóvedas, pólizas de seguros, etc.); y disminuye el riesgo de pérdida, falsificación o hurto de valores.

- Elimina los riesgos de manejo y traslado de valores, pues siempre hay costos por la custodia en CEDEVAL. Muchas veces eran manejados por los propios corredores de bolsa.<sup>242</sup>
- Elimina el costo del transporte para la entrega y movilización de los títulos valores.
- Elimina el costo de personal a cargo de entrega de los títulos.
- Elimina el costo de custodia y manejo de los títulos.

#### **c. Para el inversionista:**

- Reduce el tiempo de las operaciones; el inversionista realiza su pago por sus títulos e inmediatamente recibe la constancia electrónica de adquisición. Asimismo mensualmente recibe un estado de cuenta con el detalle de los movimientos efectuados en sus inversiones y su saldo al cierre del mes.
- Elimina el riesgo de robo, pérdidas y/o daños de los títulos.

#### **d. Aporta al mercado bursátil:**

- El intercambio de operaciones con otros mercados, se facilita a través de las transferencias electrónicas.
- Permite la democratización de la bolsa de valores, es decir que más personas pueden acceder más fácil a las negociaciones en Bolsa.
- Agiliza las negociaciones.<sup>243</sup>

---

<sup>242</sup>Cuando nació el mercado de valores se tenían que emitir los papeles físicos y tenerlos custodiados en un banco o en la bolsa, según lo manifestado por Ricardo Ramírez Fuentes en Conferencia “*De los Títulos Valores a las Anotaciones en Cuenta*”, en San Salvador, El Salvador, 4 de Octubre de 2004. Tanto los bancos como la misma bolsa funcionaban como resguardo de los títulos, con la desmaterialización de los títulos valores se eliminan los costos que el resguardo y la custodia de los títulos implicaba; actualmente CEDEVAL es la institución especializada que se encarga de la custodia de los títulos.

<sup>243</sup> La desmaterialización de los títulos valores agiliza las transacciones en bolsa, disminuyendo el tiempo del ciclo de liquidación de los títulos de manera considerable, permitiendo que un mismo título sea negociado más veces en un periodo de tiempo más corto; al respecto Mariano Novoa Flores, en

En el caso particular de la Desmaterialización de acciones la cual inyecta dinamismo y mayores oportunidades de negocio debido a la automatización y eficiencia de los procesos.<sup>244</sup>

La Bolsa de Valores de El Salvador se ha convertido en la primera sociedad del país que ha transformado sus acciones, representadas por medio de títulos valores nominativos, a anotaciones electrónicas de valores en cuenta.<sup>245</sup>

---

Conferencia “*Desmaterialización de Acciones de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.*” en San Salvador, El Salvador, 13 Agosto de 2007. El representante de CEDEVAL, explica que para el caso de las acciones representadas mediante certificados físicos su ciclo de liquidación es de 15 días, lo que significa que su promedio de negociación es 2 veces al mes; para el caso de las acciones desmaterializadas su ciclo de liquidación es de 3 días por lo que en promedio se pueden realizar 10 negociaciones en un mes.

<sup>244</sup> SANTAMARIA, I.; “*Una Bolsa de Valores*” en Revista El Economista, El Salvador, 27 de noviembre de 2006. Pág. 15. En una entrevista realizada por la columnista al Gerente General de CEDEVAL, Jorge Moreno, este comento lo siguiente: Cuando un inversionista compra acciones listadas en la Bolsa de Valores de El Salvador (BVES), arranca un proceso para que pueda recibir el certificado físico que lo acredita como propietario. Este conlleva un promedio de 10 pasos y tarda 14 días o más, derivando en una serie de costos operativos para el emisor y en un riesgo de pérdida de oportunidades para el inversionista, ya que mientras no tiene el certificado no puede renegociar sus acciones. Así, cuando la negociación de acciones se da entre un inversionista que las quiere vender y otro que las quiere comprar, el primero endosa el certificado físico y lo envía a la Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL) para que se haga un traspaso entre cuentas. Pero allí solo empieza la historia. “Como es un certificado físico, hay que ir donde el emisor, llevarlo y decirle al emisor que ese accionista que estaba anotado como propietario ya no es, sino que es otro fulano. Viene el emisor y hace el traspaso en el libro y emite un nuevo certificado”, explica Jorge Moreno. La emisión de este certificado nuevo tarda por lo menos “un par de días”, agrega, ya que se buscan las firmas de los directores y, en ocasiones, solo se pueden obtener en junta directiva. Posteriormente, el papel vuelve a CEDEVAL y esta entidad se lo entrega a la casa corredora, para que a su vez se lo dé al nuevo accionista. Si el primer dueño tenía mil acciones y solo le ha vendido 500 al nuevo inversionista, el proceso es más complejo.

<sup>245</sup> La Bolsa de Valores es la primera sociedad anónima que convierte sus títulos físicos en anotaciones en cuenta, y se espera que se convierta en una tendencia a seguir por las demás sociedades que existen en el país, debido a las ventajas que la desmaterialización representa, según Rolando Duarte Schlageter y Mariano Novoa Flores, en comunicado. “*La Bolsa de Valores, Primera Empresa en El Salvador en Desmaterializar sus acciones*” emitido por CEDEVAL Y BVES, en San Salvador, el 15 de agosto de 2007. Los representantes de ambas instituciones explican que entre los beneficios que la Bolsa de Valores tendrá en su calidad de emisor que ha desmaterializado sus acciones, se encuentran: menores costos por el manejo y emisión de las anotaciones electrónicas vrs. las acciones físicas, trámites más fáciles y ágiles para la emisión, reposición, etc. de las acciones, y mayor seguridad y eficiencia en el manejo y negociación.

### 2.1.1.1 Beneficios de la desmaterialización de Acciones:

#### **a. Para el emisor**

- Eliminación de costos directos e indirectos de Emisión, Canje y Reposición de Certificados.
- Mayor eficiencia administrativa mediante la delegación de la Administración de su Unidad de Accionistas en CEDEVAL.
- Información Actualizada y en línea de la composición accionaria de su Capital Social.
- Acceso a una Plataforma tecnológica y Sistemas informáticos que le permite la administración eficiente de eventos corporativos, dividendos, etc.
- Unidad de Atención especializada a sus Accionistas. El emisor delega la Administración de su Registro de Accionistas en una entidad especializada, reorientando recursos en áreas estratégicas de negocio que le generan valor agregado.

#### **b. Para el accionista**

- Incremento de la Bursatilidad/Liquidez.<sup>246</sup> Una mayor rotación permite una mejor formación del precio de las acciones.
- Mayores posibilidades de generación de negocios. Debido a la rapidez con que se realiza el proceso de liquidación de las acciones.
- Eliminación de Riesgos por falsificación, fraudes o engaños.

---

<sup>246</sup>Las ventajas que los accionistas obtienen al invertir en acciones desmaterializadas, son múltiples, según lo manifestado por Mariano Novoa Flores, en conferencia “*Desmaterialización de Acciones de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.*” San Salvador, El Salvador, 13 Agosto de 2007, explicó que entre los beneficios que los accionistas de la Bolsa y los accionistas de cualquier otra empresa que decida desmaterializar sus acciones, se puede mencionar la eliminación de los riesgos por pérdidas, robo, hurto y falsificación. Igualmente se reduce el costo de oportunidad de los inversionistas, ya que al ser el proceso de negociación más ágil (por la mayor eficiencia en los procesos de liquidación y compensación de las operaciones con acciones desmaterializadas), los accionistas pueden comprar y vender las acciones en un plazo más corto, brindándoles mayor liquidez, y por lo mayores oportunidades de inversión.

- Eliminación de Costos asociados al manejo físico de las acciones
- Seguridad y Experiencia de un Centro Depositario especializado, que pone a disposición una plataforma tecnológica de alta seguridad.

Por otra parte, en el ámbito internacional, la Desmaterialización de títulos valores, representa una gran oportunidad para expandir la oferta y la demanda de títulos, ya que por medio de esta se logra la integración de nuestro país a las demás bolsas de valores de la región, y de esa forma poder realizar transacciones, contando con los beneficios antes mencionados, alcanzando estándares internacionales exigidos por otras bolsas para poder realizar transacciones.

En esta era de la globalización es importante mantenerse a la vanguardia de los avances tecnológicos, ya que si nuestro país no se mantiene actualizado, no puede entrar al juego del comercio internacional. En ese sentido se han firmado importantes tratados comerciales, entre los cuales el que mas destaca es el CAFTA o TLC con los Estados Unidos<sup>247</sup>, lo que permite el libre comercio con ese país.

A nivel regional la transformación de los instrumentos de deuda, a anotaciones en cuenta, contribuye directamente en términos de: mayor

---

<sup>247</sup> El CAFTA (Dominican Republic-Central America Free Trade Agreement, en inglés), o TLC (Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos de América, en castellano), es un tratado que busca la creación de una zona de libre comercio entre los países firmantes. Hace permanente los beneficios para el 80% de productos centroamericanos que brinda la Iniciativa de la Cuenca del Caribe (ICC), abarcando un volumen comercial de treinta mil millones de dólares. Está compuesto por veintidós capítulos, divididos cada uno en artículos. El TLC fue firmado por los países participantes el 5 de agosto de 2004, y aprobado en nuestro país mediante Decreto Legislativo N° 555, del 17 de diciembre de 2004; publicado en el Diario Oficial N° 17, Tomo 366 de fecha 25 de enero de 2005, que contiene la ratificación del Acuerdo Ejecutivo en el Ramo de Relaciones Exteriores N° 550 relativo al Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica-República Dominicana y los Estados Unidos de América (TLC CA-RD/USA); el cual fue aprobado por la Cámara de Representantes de Estado Unidos el 27 de julio de 2005; y entro en vigencia en nuestro país el 1 de marzo de 2005.

seguridad, confianza y eficiencia; gracias a ello CEDEVAL que es filial de la Bolsa de Valores de El Salvador, mantiene comunicación constante con todas las Centrales de Depósito y Custodia de los países de Centroamérica, lo cual permite mayor facilidad de negociación de títulos valores en la región; así como también ha realizado importante operaciones y convenios internacionales.<sup>248</sup>

Estos Convenios Internacionales y el establecimiento de acuerdos para facilitar la liquidación de operaciones Cross-Border, permitieron la inscripción de valores extranjeros en la Bolsa local, lo que ha contribuido directamente a:

- Diversificar las alternativas de Inversión.
- Fondos de Inversión Colectiva (Administradoras de Cartera) más rentables.
- Nuevas posibilidades de negocio para los brokers locales.
- Tecnificación del Mercado y Apertura a los Mercados Globales.

A partir de la gestión de Convenios y Links internacionales, en el Mercado de Valores Salvadoreño se pueden negociar valores de: El Salvador, México, Guatemala, Costa Rica, Panamá, Colombia, Chile, Brasil, Estados Unidos de América, entre otros.

---

<sup>248</sup>Gracias a las ventajas que presenta la desmaterialización, en los últimos años el sector bursátil ha realizado importantes operaciones y convenios internacionales, al respecto Mariano Novoa Flores, en Seminario “*Rol de los Centros Depositarios (CSDs) en el Desarrollo del Mercado*”, Sao Paulo, Brasil, 15 de Noviembre de 2006. Manifestó que al efecto CEDEVAL ha realizado Convenios de Custodia Internacional con: CLEARSTREAM, BANK OF NEW YORK y STATE STREET; además ha realizado operaciones de Custodia de Valores, Transferencias: Compra / Venta, Pago de Intereses y Dividendos, y Convenios Regionales con: LATIN CLEAR-Panamá, CEVAL-Costa Rica y CAJA DE VALORES-Guatemala.

La Desmaterialización de títulos valores forma parte de un grupo de procedimientos o tendencias que tienen por objeto dinamizar las transacciones comerciales realizadas a distancia entre los cuales también se encuentran, el comercio electrónico, el dinero electrónico,<sup>249</sup> la factura electrónica<sup>250</sup> y la firma digital.

## **2.2 DESMATERIALIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES**

### **2.2.1 Definición de Desmaterialización de Títulos Valores**

Según nuestra legislación la desmaterialización de títulos valores es el proceso que tiene como resultado la transformación jurídica de títulos valores en anotaciones en cuenta;<sup>251</sup> es decir, la desmaterialización es el fenómeno de pérdida del soporte documental por parte del valor incorporado, optando

---

<sup>249</sup> RICO CARRILLO, M. “*El Pago Mediante Dinero Electrónico*”, en Rev. CBL Journal, Cyberbanking & Law, Venezuela, Enero de 2003, Pág. 1. El autor explica que la noción "dinero electrónico" en sentido amplio se identifica con cualquier sistema de pago que requiera para su funcionamiento una tecnología electrónica, abarcando esta denominación, las tarjetas electrónicas, los títulos valores electrónicos (cheques y letras de cambio), las cartas de crédito electrónicas, el dinero efectivo electrónico así como cualquier otra forma de pago que implique la existencia de un medio electrónico para hacerse efectivo. En sentido restringido, la noción "dinero electrónico" alude al "dinero efectivo electrónico" o dinero digital (en atención a la tecnología actualmente utilizada), utilizándose esta expresión únicamente para referirse a las monedas y billetes electrónicos como sustitutos del dinero metálico o del papel moneda tradicionalmente conocido.

<sup>250</sup> RIOS RUIZ, W. Op. Cit. Pág. 2. Al respecto el autor expresa que en la actualidad es usual y ya común que podamos adquirir toda clase de bienes y servicios (Software, música, CDs, DVDs, libros, tiquetes aéreos, servicios hoteleros, ropa, accesorios, etc.) bien sea a través del comercio electrónico directo (On – line) o indirecto (Off – Line), y por lo tanto el tema de la facturación por medios electrónicos cobra mayor importancia y dimensión. Los medios de pago electrónicos implementados por toda clase de Sitios Web, aparte de garantizarle seguridad al usuario o consumidor y al proveedor o vendedor de los mismos, deben permitirle a estas partes contar con un medio que respalde la compra y venta de estos bienes y servicios.

<sup>251</sup> Esta es la definición legal de desmaterialización de títulos valores la cual esta contenida en el Art. 2 Lit h), de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta (LAEVC), al respecto nuestra legislación lo conceptualiza como Desmaterialización o Desincorporación de títulos valores.

por la alternativa de su representación por medios contables o informáticos.<sup>252</sup>

El término desmaterialización es de origen francés,<sup>253</sup> el cual implica que se excluya la necesidad del desplazamiento material o físico del soporte documental para el ejercicio de los derechos inherentes al título.

La desmaterialización o desincorporación de los títulos valores consiste en la sustitución del papel como base soporte de los títulos valores por mecanismos novedosos de asientos contables, a los que se les ha denominado anotaciones en cuenta.

Es importante destacar que las anotaciones en cuenta en principio se pueden realizar mediante asientos contables, no necesariamente en un soporte informático computarizado; así las cosas, la base papel documental no se hace necesaria para justificar los derechos, para realizar las transferencias y para constituir gravámenes sobre los títulos valores, por cuanto tales operaciones en lo sucesivo se realizarán mediante registros electrónicos.<sup>254</sup>

---

<sup>252</sup> ROJAS CHANG, A. Op. Cit. Pág. 8. La autora plantea la desmaterialización como el efecto principal de la llamada crisis del papel y al igual que nuestra legislación la llama desmaterialización o desincorporación de los valores y la describe como el fenómeno de pérdida del soporte cartular por parte del valor incorporado, optando por la alternativa de su documentación por medios contables o informáticos. Véase también MENDOZA LUNA, A.; *“Desmaterialización de Valores Mobiliarios. Algunas reflexiones a propósito de la Ley de Títulos Valores”*, en Rev. De Derecho Informático ALFA-REDI, N. 031, Argentina, 2001. Pág. 4. Para el autor la desmaterialización, es el reemplazo de un objeto físico por signos electrónicos o bits en la memoria de una computadora.

<sup>253</sup> GARRIGUEZ, J. Op. Cit. Pág. 54. Este autor al igual que URÍA, R. Op. Cit. Pág. 98. Se inclinan por referirse al fenómeno de la desmaterialización con el nombre de “desincorporación”, nuestra legislación recoge este concepto al referirse a ello como desmaterialización o desincorporación. La doctrina italiana lo designa como “*decartorizzazione*” lo que puede traducirse como descartularización o pérdida del soporte cartular.

<sup>254</sup> DIAZ GRANADOS, C. Op. Cit. Pág. 5. La autora define de forma sencilla la desmaterialización como la sustitución de valores físicos por anotaciones en cuenta, o como el proceso mediante el cual se sustituye un documento físico por una anotación electrónica (documento electrónico) y que incorpora

## 2.2.2 Evolución del Proceso de Desmaterialización

Los títulos Valores, surgieron en su momento por la necesidad del mundo del comercio de buscar sistemas que facilitaran la circulación de la riqueza; el desarrollo de tales instrumentos fue importantísimo, especialmente desde el momento en que la ciencia jurídica acogió esta realidad y fijó parámetros para la expedición y circulación de tales documentos.

La teoría tradicional de los títulos valores se estructura en una serie de principios (literalidad, circulación, incorporación, autonomía, abstracción, legitimación) que implican una estrecha relación del derecho con el título físico, de tal manera que el mismo solo podrá ejercitarse con la presentación del documento.

Por virtud de los principios anteriores, el documento resulta necesario para la modificación, transferencia, constitución de gravámenes y cumplimiento del derecho respectivo. De manera particular, el principio de la incorporación explica la materialización del derecho y la calificación del título valor como un bien mueble mercantil;<sup>255</sup> el derecho deja de ser una cosa

---

los mismos derechos. Al respecto RICO CARRILLO, M.; Op. Cit. Pág. 8. El autor define la desmaterialización como el fenómeno que permite la circulación electrónica de los títulos gracias a anotaciones contables en un soporte electrónico. Véase también NIETO CAROL, U.; *“Garantías Reales Inmobiliarias”* Consejo General del Poder Público. Madrid, España, 1998. Pág. 27. Para el autor la desmaterialización es la sustitución del tradicional soporte físico del título valor por la representación inmaterial de los derechos en una cuenta llevada por procedimientos informáticos.

<sup>255</sup> RECALDE CASTELLS, A. *“La Desmaterialización de los Valores Privados en España”* (EL sistema de anotaciones en cuenta), en Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont Tomo III, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, España, 1995 Pág. 3094. Sobre la incorporación o corporeización, esta autor establece, que es la expresión lingüística de un conjunto de reglas que reflejan una cierta conexión entre el ejercicio y transmisión de determinados derechos patrimoniales y el papel, es decir, una cosa mueble. Lo que se quiere es precisamente someter al Derecho de cosas muebles, con su peculiar régimen de tutela reforzada de la apariencia, algunos derechos incorporeales. Al respecto PEINADO GRACIA, J.U. *“Títulos de Crédito Atípicos”*, en

incorporal, para convertirse en un bien corporal, materializado en el título, sobre el cual pueden recaer todo tipo de relaciones jurídicas.<sup>256</sup>

Los principios anotados y particularmente el de incorporación,<sup>257</sup> se constituyeron en una solución de la técnica jurídica que facilitó la transferencia de los créditos sobre bases sólidas y seguras para los terceros de buena fe, créditos cuya negociación por el camino de la cesión resultaba ser demasiado engorrosa, formalista y contraria a la circulación rápida, segura y efectiva de la riqueza que imponían las necesidades del mundo del comercio.

No obstante, cuando el principio de incorporación, lejos de simplificar y agilizar el ejercicio y transmisión de los derechos provoca justamente el efecto contrario,<sup>258</sup> surge el fenómeno de desincorporación o desmaterialización de los títulos valores, al dejar de ser funcional el valor

---

Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont Tomo III, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, España. 1995 Pág. 2921. El autor plantea que el proceso histórico de formación de los títulos valores supone una evolución hacia la cosificación de determinados derechos: algunos derechos, utilizaban en sus inicios el documento pape, exclusivamente a fines confesorios o probatorios. Posteriormente llegaron a incorporarse a ese mismo documento, materializándose en él. La incorporación del derecho al título, deviene, así como característica diferenciadora de los títulos valores frente a otros fenómenos documentales de legitimación, y esa misma incorporación la manifestación de un fenómeno jurídico más amplio: la atribución de un derecho como consecuencia de encontrarse una persona en una determinada relación real frente a una cosa es el caso de los derechos subjetivamente reales.

<sup>256</sup> RAMIREZ VILLALOBOS, F. Op. Cit. Pág. 2. La autora expone al respecto, que los derechos de crédito llegaron a incorporarse a un documento, es decir al papel, materializándose en él, transformándose en cosa mueble y, bajo el esquema propio de los derechos reales, convirtiéndose en objeto de múltiples negocios jurídicos.

<sup>257</sup> BROSETA PONT, M. Op. Cit. Pág. 404. Este autor es de la idea, que el derecho que se incorpora a un documento no nace por la mera y simple creación del título, sino que trae su origen de un negocio o causa distinta, anterior o incluso coetánea a la emisión del título, es pues la relación obligatoria que nace de un negocio jurídico la que se incorpora al título, sin que esta incorporación determine por sí misma la novación objetiva ni subjetiva de aquella relación.

<sup>258</sup> SANCHEZ CALERO. Op. Cit. Pág. 380. El autor asegura, que la incorporación de los derechos a los tradicionales soportes documentales, en su momento, constituía un grave freno para la fluidez en la actuación y la transmisión de los propios derechos; resultaba disfuncional, contradictoria con sus propios y más anhelados propósitos de facilitar el ejercicio y la circulación fluida del derecho. Los títulos valores, en definitiva ha dicho el autor “son víctimas de su propio éxito”.

instrumentalizado en un soporte documental entendido como un soporte de papel.<sup>259</sup>

Este problema se plantea particularmente en los mercados bursátiles en los que la gran cantidad de títulos, cuya custodia, tenencia y administración se debe atender, genera enormes riesgos y gastos asociados.<sup>260</sup>

La gran difusión en el moderno tráfico jurídico mercantil de los títulos valores, y, en especial, de los valores mobiliarios, ha puesto en evidencia la insuficiencia del mecanismo tradicional de la incorporación del derecho al título o soporte documentado en papel para atender las nuevas necesidades, iniciándose así un proceso de crisis;<sup>261</sup> la cual fue propiciada por la excesiva manipulación y movilización de documentos<sup>262</sup> de un lado a otro en el

---

<sup>259</sup> RECALDE CASTELLS, A. Op. Cit. Pág. 3093. Para el autor, el fenómeno de la desmaterialización de los títulos valores surge cuando el tradicional expediente de la incorporación del derecho al título, lejos de simplificar el ejercicio y transmisión de los derechos provoca precisamente el efecto contrario.

<sup>260</sup> MARTINEZ MUÑOZ, A. “*Los Valores Representados en Anotaciones: Algunos Interrogantes Operativos*”, en Revista Derecho de los Negocios, No 26, Madrid. 1992 Pág. 19 Según el autor, los gastos asociados a la tenencia y custodia de títulos se causan en especial a los principales operadores de los mercados financieros, es decir, a los bancos, dado el generalizado uso de encargarles la custodia y administración de los valores; es lógico por tanto que sean estas instituciones las más interesadas en el proceso.

<sup>261</sup> DIAZ GRANADOS, C.; Op. Cit. Pág. 4. La autora dice que en efecto, el volumen de instrumentos que se manejan en los mercados de valores y el crecido volumen de transacciones pusieron de presente los peligros y costos que las operaciones con títulos físicos implican, lo cual hizo necesario buscar fórmulas para agilizar su intercambio sin perjuicio de la seguridad que las transacciones requieren, encontrando respuesta en el fenómeno de desmaterialización o desincorporación de los títulos valores

<sup>262</sup> SANTOS MARTINEZ, V. “*Acciones y Obligaciones Representadas Mediante Anotaciones en Cuenta*” en Derecho de Sociedades Anónimas Tomo II, Capital y Acciones Vol. I, 1ª Edición, Editorial Civitas, S.A., Madrid 1994. Pág. 347. Para este autor, el problema de tener que realizar diariamente millares y aun millones de operaciones se volvió cada vez más agobiante, consecuencia de la indispensable identificación numérica, atribuida por la práctica en el manejo de los valores mobiliarios al portador, que exige identificarlos, uno a uno por su número, y en consecuencia, contarlos, ordenarlos, facturarlos, entregarlos y recibirlos de esa forma en cada transacción o en cada ejercicio de los derechos de ellos derivados, y en cada uno de los escalones de que consta cada operación. La masificación de los títulos valores ha planteado tan graves dificultades para su utilización como elementos movilizados de la riqueza, sùmense, en fin, a todas las obstrucciones y

mercado de valores y financiero, básicamente en aquellos sectores del mismo (bursátil y bancario). De tal forma que "las ventajas del papel acababan desembocando en los inconvenientes del papeleo."<sup>263</sup>

Existen un conjunto de causas que configuran la llamada "crisis del papel", cuyo efecto principal es la desmaterialización o desincorporación de los valores.<sup>264</sup>

El enorme volumen de títulos que actualmente son objeto de transacciones en bolsa, ha obligado a que en la mayoría de los países, se sustituya el documento, soporte del derecho, por una anotación contable. Modificación que solamente afecta a aquellos títulos que son cotizados y negociados en los mercados de valores. De tal manera, que lo anterior no constituye, una alteración universal del concepto de título valor.

---

dilaciones, la producción de errores, y en general, los costos que el complejo manejo de tantos títulos originaba, para tener una imagen del apremiante cuadro que las realidades prácticas ofrecían .

<sup>263</sup> VALENZUELA GARACH, F. *“La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores”*, Editorial CIVITAS, Madrid, España, 1993, Pág.98. El autor expone, que la crisis del papel ha sido propiciada por la excesiva manipulación y movilización de títulos de un lado a otro principalmente en el mercado bursátil y bancario lo que conlleva a que las ventajas del papel acabaran desembocando en los inconvenientes del papeleo.

<sup>264</sup> FERRARA, R.C. y KALLMAN, J.; Op. Cit. Pág. 114. Estos autores expresan, que en Estados Unidos la “crisis del papeleo” (paper word crisis) o el “crujido del papel” (paper crunch) ocurrió cuando las operaciones en la Bolsa de Valores de Nueva York aumentaron con mayor rapidez que la capacidad de los intermediarios financieros para procesarlos. Entre 1964 y 1967, el volumen promedio diario creció sobre el 100%, de 4.9 millones a 10.1 millones de acciones. Los certificados de acciones y documentos relativos se amontonaron a la mitad del techo en algunas oficinas; el personal administrativo trabajaba tiempo extra usando un segundo y hasta un tercer turno para procesar las transacciones cada día. Las horas de negociación en las bolsas y en el mercado libre fueron restringidas para brindar a las oficinas tiempo adicional después de sonar la campana de cierre. Las entregas a clientes y otras actividades similares decayeron seriamente y el número de errores en las constancias de los corredores así como el tiempo para localizarlos y corregirlos exacerbaron aún más la crisis; la cual fue calificada como la más severa y prolongada de la industria de los valores en cuarenta años. Incapaces de superar la inundación del papeleo proveniente de la expansión de las operaciones bursátiles, muchos agentes y corredores no pudieron trazar o precisar su propia situación financiera. A comienzos de 1969, cuando los precios y el volumen en el mercado de acciones empezó a menguar, la crisis forzó a más de cien firmas de corredores a disolverse, infligiendo pérdidas a gran parte de sus clientes. Un estudio posterior sobre las causas del fracaso de estas firmas indicó que el factor más importante fue la deficiente contabilidad de los mismos.

La doctrina,<sup>265</sup> reconoce al fenómeno de la desmaterialización diferentes grados o estratos los cuales han surgido dada la necesidad de movilizar grandes cantidades de títulos valores y a la vez buscar un mecanismo más expedito y seguro que de mayor agilidad al sistema.

#### 2.2.2.1 Inmovilización de los Títulos Valores o Desmaterialización del proceso de transmisiones.

Inicialmente se recurrió al truncamiento de la efectiva circulación del título, mediante su inmovilización en depósitos colectivos,<sup>266</sup> con cargo a los cuales se acreditaba la titularidad y, por compensación, se liquidaban las obligaciones.<sup>267</sup> En este estadio del proceso, no se prescinde de forma

---

<sup>265</sup> SANCHEZ ANDRES, A. “*La Reforma de los Mercados de Títulos en España*”, en Estudios de Derecho Bancario y Bursátil homenaje a Evelio Verdura y Tuller, Madrid, 1994 Pág. 2347. El autor expone que en relación a los grados o estratos de la desmaterialización, se ha generalizado en la doctrina los términos sistemas correctores y sistemas sustitutivos, para referirse a ellos; por sistema corrector se determina aquél en que la circulación y ejercicio del valor se vincula a una transferencia contable, pero conviniendo con la constitución cartular del valor depositado en instituciones especiales; el sistema correctivo corresponde a una reacción meramente paliativa a los problemas de circulación tradicional de los títulos valores la que a su vez califica como incoherente ya que pasa por una inmovilización, de lo que en esencia nació para todo lo contrario, es decir, para circular: el Título Valor se deposita, conviniendo que todos los de la misma clase son intercambiables entre sí, conformándose, su propietario con la eventual restitución de otro equivalente (fungibilidad); por otra parte, por sistema sustitutivo se entiende, aquel que opera mediante la existencia de una emisión contable de valores, que es la forma más intensa de desmaterialización, a la que denomina Total y Obligatoria, correspondiendo a una fractura completa e irreversible del ligamen del derecho al papel y del derecho en el papel, poniendo en crisis la definición clásica de Título Valor, dado que el título desaparece definitivamente y el derecho que a él está incorporado se materializa solo mediante una inscripción en un asiento contable.

<sup>266</sup> MURUA, J. “*El Depósito Colectivo de Valores sobre el Funcionamiento de la Caja de Valores en Argentina*”, En Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Ciudad de México D.F. 1976. Pág. 99. Según el autor existen tres formas conocidas de Depósito Colectivo de valores mobiliarios a) El depósito regular o clásico: donde los valores quedan individualizados por su cantidad y especie pero además por la denominación cuantitativa de cada lámina o certificado y numeración de los mismos. b) El depósito irregular: donde el depositante pierde la titularidad del documento pero adquiere un derecho de crédito frente al depositario. c) El depósito colectivo: el título se convierte en fungible. No se devuelve el mismo título depositado sino otro de la misma especie y calidad. Sin embargo, los títulos físicos quedan inmovilizados y su transferencia se lleva a cabo mediante asientos contables por lo cuales la entidad depositaria emite certificados.

<sup>267</sup> RECALDE CASTELLS, A. Op. Cit. Pág. 3096. Para este autor, al igual que lo sucedido en otros países, también en España la desmaterialización de valores mobiliarios ha pasado por diversas fases. En un primer momento se puede hablar de que tan sólo la circulación del derecho viene escindida del

absoluta del soporte base de papel, por cuanto se exige el depósito de los valores físicos en la institución depositaria de valores quien deberá mantenerlos en custodia en sus bóvedas.<sup>268</sup>

No obstante, algunas de las funciones jurídicas que en la teoría tradicional de los títulos valores se encontraban ligadas a la presentación del documento mismo, se fueron independizando del título físico, (transferencia, constitución de gravámenes etc.), pudiéndose efectuar en lo sucesivo mediante asientos contables o la presentación de constancias expedidas por la entidad administradora del depósito.

En efecto, los títulos deben permanecer físicamente en las bóvedas de la depositaria, pero existen diversas operaciones que no requieren de la presencia física del documento, sino simples asientos contables o la presentación de constancias expedidas por la depositaria. Así, desde el punto de vista dogmático, la alteración más importante se refería a la exclusión de la necesidad de exhibición y presentación del título.

Por lo anterior, en estricto sentido, en este punto del proceso no puede hablarse de desmaterialización de los títulos valores si no tan sólo de

---

papel. En efecto, el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, previó un sistema de depósito colectivo y fungible de los valores que se transmitían mediante transferencias contables entre las entidades depositarias que se hubieran adherido al sistema. Ciertamente este modelo no presentaba un abandono definitivo del viejo sistema cartular basado en la posesión, siquiera se trataba de una coposesión sobre el conjunto de los valores depositados paralela a la de los demás depositantes y mediata a través de la posesión inmediata de la entidad depositaria. Desde un punto de vista dogmático la alteración más importante se refería a la exclusión de la necesidad de exhibición o presentación del título.

<sup>268</sup> SANTOS MARTINEZ. V. Op. Cit. Pág. 352. El autor manifiesta, que en la búsqueda de un remedio para resolver las dificultades planteadas por la compleja manipulación que requería la utilización y la circulación de un número elevado de acciones y de obligaciones jugaba su papel el ejemplo de otros países: así el sistema francés de la SICOVAM (Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières), consistente en un depósito de valores, que quedan inmovilizados, pero que dan lugar a la apertura de las correspondientes cuentas corrientes a los profesionales depositantes, o el sistema alemán del depósito colectivo, de la Ley del Depósitos de 4 de febrero de 1937, que empalmaba con el sistema del Bank des Berliner Kassen-Verenis.

inmovilización de los títulos valores o “desmaterialización del proceso de transmisiones sobre los títulos depositados”, en la medida en que tan sólo la circulación del derecho viene escindida del papel.<sup>269</sup>

#### 2.2.2.2 Depósito de Emisiones o Macrotitulo

Como un desarrollo posterior en el proceso, que en algunos países se ha producido de manera simultánea, por el tratamiento masivo de títulos en serie o en masa se fue admitiendo primero, la emisión de “títulos múltiples”, es decir, representativos de varias unidades, los cuales posteriormente dieron origen a los certificados globales o títulos globales.<sup>270</sup>

En virtud de ellos, el sistema centralizado recibía del emisor un título único representativo de la totalidad de la emisión o de parte importante de ella que daba base a las operaciones del sistema.

El paso fue dado cuando la subsecuente circulación de los derechos de cada usuario no requería la parcialización del título general, sino que bastaba con asientos u órdenes de movilización. Así pues, el título era todavía necesario para el nacimiento del derecho (aunque globalmente) pero dejaba de serlo para su transmisión .

---

<sup>269</sup> CACHÓN BLANCO, J. “*Derecho del Mercado de Valores*”. Tomo I, Editorial Dykinson. Madrid, 1992, Pág. 125. Según este autor, al instituirse los sistemas de depósito centralizado o depósitos colectivos de valores, se inmovilizaban los títulos, los cuales eran sustituidos por unas referencias o numeraciones que representaban a un número dado de valores depositados. Las entidades participantes en dicho sistema de depósito colectivo no efectuaban una entrega física de cada valor vendido, sino que se producía una compensación de compras y ventas de valores iguales, y en todo caso, sólo efectuaban mensualmente una movilización física de los saldos de valores resultantes de las operaciones efectuadas en el período anterior.

<sup>270</sup> MENDOZA LUNA. R.; Op. Cit. Pág. 10. Plantea este autor, que cuando se implementaron los sistemas de gestión o depósito centralizado de títulos, los títulos múltiples dieron lugar a los certificados globales. El certificado global era el único título físico representativo de la totalidad de la emisión o al menos de una parte importante de ella.

Esta posibilidad constituye una primera aproximación la prescindencia absoluta del título físico, por cuanto, en la medida en que se coloque la emisión, los valores resultantes de la misma tienen como único sustento físico el título global inicialmente depositado.<sup>271</sup> Así, este puede ser un estado intermedio entre la simple inmovilización y la desmaterialización total de los títulos valores.

### 2.2.2.3 Desmaterialización total de los Títulos Valores

Posteriormente se llegó a la sustitución del título mismo en cuanto documento papel para permitir la representación de los derechos correspondientes mediante simple anotación en cuenta, con lo cual se llega a la desmaterialización total de los títulos valores.

Lo anterior constituye un sistema que utilizando básicamente las modernas técnicas informáticas suprime el movimiento de masas ingentes de papel y devuelve al mercado de capitales la agilidad que habían perdido.<sup>272</sup>

El proceso la creación misma de los títulos valores se efectúa sobre una base distinta a papel, realizándose la incorporación de los derechos directamente en registros electrónicos, los cuales son constitutivos de la propiedad sobre el valor.<sup>273</sup> En este momento se prescinde totalmente del título físico<sup>274</sup> y se pasa a la Anotaciones en Cuenta.

---

<sup>271</sup>ROJAS CHANG. A. Op. Cit. Pág. 8. Para esta autora, uno de los primeros avances que se dieron, surge en el tratamiento masivo de los títulos en serie a través de su emisión mediante "títulos múltiples" representativos de varias unidades.

<sup>272</sup> DIAZ GRANADOS, C.; Op. Cit. Pág. 20. La autora manifiesta, que con la creación de las anotaciones en cuenta, estamos en presencia de una forma de tratamiento de los valores mobiliarios, que los desmaterializa y conduce a que sigan siendo valores, sin ser títulos.

<sup>273</sup> MENDOZA LUNA. R.; Op. Cit. Pág. 11. Según lo establecido por este autor, cuando los sistemas de depósito omiten la presentación del título para el ejercicio del derecho y permiten anotar toda medida que afecte la titularidad (como gravámenes, embargos, transferencias) sólo bastaba el último

### **2.2.3 Proceso de Desmaterialización de Títulos Valores en El Salvador**

La historia de la evolución bursátil en el país comienza con la primera emisión de Bonos del Estado de El Salvador que se dio en 1922, en ese entonces no había una Bolsa de Valores por lo que los títulos no tenían liquidez bursátil al negociarse en el entonces tímido mercado extrabursátil.

Es hasta el 27 de abril de 1992, cuando inicia las negociaciones la actual bolsa de valores, utilizando el sistema a viva voz que se había venido implementando, anotando las ofertas y demandas con tiza y pizarras.

A partir de la creación de la actual Bolsa de valores, podemos ver la evolución que ha tenido el mercado de valores hasta llegar a la desmaterialización de títulos valores. Durante los primeros años de operaciones de la Bolsa los títulos durante las negociaciones se mantenían custodiados por esta.

El 11 de enero de 1994, se crea CEDEVAL, esta institución sería la primera que implementaría el sistema de inmovilización de los títulos, con lo que se dan los primeros pasos hacia la desmaterialización; pero, se dan los primeros avances tecnológicos en sistemas de negociación, hasta el 19 de diciembre de 1994, que la Bolsa empezó a utilizar el Sistema de Negociación Electrónico de Divisas SINEDI.

---

ingrediente: la tecnología informática, para desprenderse del soporte papel y prescindir del título físico desde el origen del derecho de titularidad sobre la acción.

<sup>274</sup> RECALDE CASTELLS, A.; Op. Cit. Pág. 3097. Plantea este autor, que la desmaterialización solo llega a ser plena cuando no se emite papel alguno, ya que la titularidad de los valores se refleja en meros registros contables. Esta situación se produce en primer lugar en España respecto de los Pagares del Tesoro, que fueron creados mediante el Real Decreto 656/1982, de 12 de febrero; y posteriormente se extendió a toda la deuda emitida por el Estado.

Con la reforma a la Ley del Mercado de Valores que entraron en vigencia el 1 de marzo de 1995, se establecen entre otras cosas por primera vez el endoso en administración, para facilitar la labor de CEDEVAL y oportunamente la desmaterialización de los títulos valores.

El endoso en administración tiene por finalidad justificar la tenencia de valores y legitimar a la depositaria para efectuar sus traspasos entre cuenta-habientes a medida que efectúen operaciones bursátiles o cuando retiren títulos valores.

En agosto de 1998, se aprobó el Sistema Electrónico para la negociación de Acciones SENA, creado por la Gerencia de Sistemas de la BVES, inaugurándose con la negociación de acciones de las empresas distribuidoras de energía eléctrica.

En ese mismo año, el 3 de noviembre, CEDEVAL inicio sus operaciones prestando los siguientes servicios: apertura de cuentas de valores, depósito, custodia, transferencia y retiro de valores, compensación y liquidación de valores en operaciones de mercado primario y secundario efectuadas en Bolsa, aunque la liquidación monetaria la seguiría realizando la Bolsa misma; ejercicio de derechos patrimoniales, solamente para las AFP's; constitución de cuentas y garantías, y canje de valores. Previamente, y con el control de una auditoria externa, se había iniciado el traslado a CEDEVAL de todos los títulos valores que la Bolsa tenia en custodia.<sup>275</sup>

---

<sup>275</sup> HIGALGO-QUEHL, G.; Op. Cit. Pág. 106. Según lo manifiesta este autor, las funciones de CEDEVAL, desarrolladas con diligencia y exactitud, son de gran importancia para la seguridad operativa de la Bolsa. Esta institución, además de dar seguridad a todo el sistema bursátil evitando el riesgo de traslado y exposición de títulos valores, contribuye a una disminución de costos a favor de los emisores y de sus emisiones.

El 3 de septiembre de 1999, se inscribieron los Eurobonos El Salvador-2006, que fue la primera emisión desmaterializada que se ha realizado.<sup>276</sup> El 21 de septiembre de 1999, el Presidente de la Bolsa, inauguró las pantallas electrónicas de negociación, que sustituyeron las tradicionales pizarras manuales, con las cuales se implementó el Sistema Electrónico de Liquidación Bursátil (SELIB) modificando así también el sistema de información bursátil en el corro.<sup>277</sup>

Estas pantallas electrónicas dieron mayor realce a las negociaciones, mejor transparencia a los participantes e inversionistas y fueron un aporte al desarrollo bursátil en el camino hacia la implementación de la Bolsa Electrónica.

Así como también en este período se concretaron los estudios necesarios para investigar y evaluar la necesidad de implementar una Bolsa

---

<sup>276</sup> BVES, “*Guía Informativa...*” Op. Cit. Pág. 3. Tal y como lo relata la BVES, en su guía informativa, cuando se inscribieron los Eurobonos El Salvador-2006 no existía la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta por lo que su emisión se realizó en base al Art. 3, inc. 2º de la Ley del Mercado de Valores y demás disposiciones aplicables. El monto fue la emisión fue de \$150 millones, autorizados para ser emitidos por el Estado de El Salvador, por Decreto Legislativo No 78, del 11 de septiembre de 1997, publicado en el D.O. No 196, Tomo 337, del 22 de octubre de 1997, esta emisión se colocó en mercados internacionales. Conforme a la disposición legal citada, la Superintendencia de Valores inscribe las emisiones del Estado y del BCR, con sólo la comunicación de autorización de la Bolsa de Valores. Como la emisión fue desmaterializada, previo al inicio de su negociación CEDEVAL, debió celebrar un convenio con la depositaria internacional que los haya recibido en depósito del emisor. En este caso, la depositaria internacional fue Cedel Bank, que tiene su sede en Luxemburgo, la que lleva a CEDEVAL por su orden las anotaciones electrónicas en cuenta y le obtiene todo pago de intereses y amortizaciones. CEDEVAL lleva las anotaciones por cuenta de las Casas de Corredores y de otros inversionistas institucionales que compraron los eurobonos en representación de sus clientes.

<sup>277</sup> BVES. “*La Bolsa: Historia, Resumen Histórico y Acontecimientos año 1999*”, Boletín General Informativo emitido por la BVES. Pág. 10. En ese período, se implementó la proyección electrónica de las operaciones bursátiles en la Sesión de Negociación, sustituyendo la tradicional pizarra en el corro, que era la que se había venía utilizando desde las primeras negociaciones realizadas en bolsa.

Electrónica, seleccionando a la Bolsa de Madrid como aliado estratégico en este proyecto y adquiriendo el sistema electrónico de negociación SIBE.<sup>278</sup>

Con el objetivo de incorporarse efectivamente dentro de la globalización, la Bolsa, adquirió en el mes de febrero de 2002, el sistema de información bursátil Bloomberg, el cual permite estar al tanto de los movimientos y de los precios de los valores extranjeros de interés para el mercado salvadoreño.<sup>279</sup>

El 17 de junio del año 2002, la Bolsa inició operaciones permanentes en el SIBE para las negociaciones en mercado secundario, aunque el sistema a viva voz todavía continuó vigente por algún tiempo;<sup>280</sup> es hasta el

---

<sup>278</sup>La Junta Directiva de la BVES, en su sesión JD-34/99, celebrada el 30 de noviembre de 1999, en base a las recomendaciones del Comité para seleccionar la adquisición del Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa, al analizar cuatro propuestas, acordó adquirir el Sistema de Negociación Electrónico SIBE, de la Bolsa de Madrid, firmándose un Convenio de Alianza Estratégica para su implementación y soporte, que incluye el desarrollo informático, capacitación del personal operativo, entre ellos formación del Administrador del Sistema y enlace digital con la Bolsa, la adquisición de este sistema no sólo implicó el software que fue donado por la Bolsa de Madrid, sino que su objetivo fue la adaptación del mercado de valores salvadoreño a los estándares de funcionamiento y eficiencia internacionalmente aceptados; y además, contar con un sistema de contratación internacional que pueda servir fácil y eficientemente como plataforma tecnológica para la integración centroamericana, con la colaboración de asesores expertos en la materia, como es la Bolsa de Madrid en su integración con las otras Bolsas de España en donde se ha implantado un solo mercado con cuatro Bolsas Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia; y en su relación con las demás Bolsas de Europa, bajo la realidad que integración no es uniformidad de disposiciones, sino facilidad e igualdad de oportunidades de negociación.

<sup>279</sup>HIDALGO QUEHL, G.; Op. Cit. Pág. 145. Este autor manifiesta que, la Junta Directiva de la Bolsa, considerando que para la negociación de los títulos valores extranjeros que se inscriban en la Bolsa sería necesario tener acceso a información de un fuente internacional en línea, previos los análisis técnicos de los sistemas Reuters y Bloomberg, acordó que debe contratarse uno de estos sistemas para cumplir con las disposiciones legales y los requerimientos de la Superintendencia de Valores. Bloomberg y Reuter son los principales sistemas electrónicos de información internacional nivel mundial.

<sup>280</sup> BVES. “*La Bolsa: Historia, Resumen Histórico y Acontecimientos año 2002*”, Boletín General Informativo emitido por la BVES. Pág. 3. En fecha 14 de Junio del año 2002, se inauguró el Sistema de Negociación Electrónica, SIBE, en sesión especial que la Bolsa llevó a cabo con asistencia del Sr. Presidente de la Bolsa de Madrid, Dr. Antonio Zoido, y de Presidentes de la Asociación de Bolsas de Valores de Centroamérica, Panamá y República Dominicana - BOLCEN -, y de otras Bolsas de Valores del Continente Americano. El Sistema SIBE funciona oficial y legalmente desde el día 17 de

19 de septiembre de ese mismo año entro en vigencia la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, con la cual la desmaterialización de títulos valores, tenía ya un respaldo legal, lo que trajo consigo mayor confianza de los emisores e inversionistas de utilizar el sistema de negociación de títulos en forma electrónica.<sup>281</sup>

En los años 2002-2004 se realiza la transformación total de los instrumentos de deuda, lo que contribuye directamente en términos de: mayor Seguridad, Confianza y Eficiencia en el Mercado de Valores salvadoreño.

Los primeros títulos en emitirse en forma desmaterializada fueron los títulos de deuda del Estado; además de los Eurobonos que fueron los primeros en este genero, actualmente todos los títulos que se negocian en la Bolsa están representados mediante anotaciones en cuenta, a excepción de las acciones de las sociedades anónimas; únicamente la Bolsa de Valores de El Salvador S.A. ha desmaterializado sus certificados de acciones.<sup>282</sup>

---

Junio del año 2002 y constituye una plataforma electrónica que permitirá la integración de los mercados bursátiles de Centroamérica y su interconexión con los mercados bursátiles internacionales.

<sup>281</sup> CEDEVAL tomó la iniciativa y lideró el esfuerzo en la preparación y aprobación de la “Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta”, (LAEVC), según lo manifestó Mariano Novoa Flores, en Seminario “*Rol de los Centros Depositarios (CSDs) en el Desarrollo del Mercado*”, Sao Paulo, Brasil, 15 de Noviembre de 2006. Permitiendo que en Diciembre de 2002, se registraran y depositaran las dos primeras emisiones de valores desmaterializados por parte de un emisor bancario y el Fondo Social para la Vivienda (US\$ 170 MILLS). En el año 2003 se lleva a cabo el proceso de desmaterialización de los títulos de deuda a anotaciones electrónicas en cuenta. Esta transformación ascendió a US \$487.6 MILL, eliminando 37 mil láminas y 2.6 millones de cupones. En la actualidad, el 71% de los valores depositados en CEDEVAL son desmaterializados y únicamente el 29% corresponden a títulos físicos.

<sup>282</sup> Por su parte, La Bolsa de Valores de El Salvador desmaterializará el 100% de la emisión de sus acciones, correspondiendo a 100,000 acciones por un capital social de \$3,200,000.00. Así lo expresaron, Rolando Duarte Schlageter y Mariano Novoa Flores, en comunicado. “*La Bolsa de Valores, Primera Empresa en El Salvador en Desmaterializar sus acciones*” emitido por CEDEVAL Y BVES, en San Salvador, el 15 de agosto de 2007. Este proceso de desmaterialización, consiste en la eliminación de las acciones como valores físicos para sustituirlos por anotaciones electrónicas en cuenta dentro del sistema de alta seguridad implementado por CEDEVAL y BVES.

## **2.2.4 Clasificación de la Desmaterialización de Títulos Valores**

La clasificación en cinco niveles de la desmaterialización tiene como punto de partida en su forma más leve, concluyendo, con su grado más lato.

### **2.2.4.1 La Acción en Sentido Único**

Se trata de la sustitución de los títulos accionarios por un documento o certificado global que representa la totalidad de la participación social del titular, pero configura un título valor, por carecer de vocación circulatoria. La emisión de la acción en sentido único concluye la tipología antes descrita, constituyendo ésta el nivel más leve de desmaterialización.

### **2.2.4.2 Inscripción Fiduciaria de Títulos ante un Ente Central**

Este consiste en la transferencia fiduciaria de los títulos a favor de un ente central; la traditio se suprime y la circulación de los títulos de crédito se reduce a la simple inscripción en cuenta.

### **2.2.4.3 Desmaterialización de la Circulación**

En este caso no hay desaparición absoluta del documento, el título existe materialmente, y pueden presentarse dos hipótesis: que el título se encuentre depositado en una central de valores<sup>283</sup> o, la emisión material del título no se ha efectuado, pero éste puede ser retirado del sistema con su correspondiente expedición. Tal es el caso de los títulos múltiples o globales.

La característica más importante consiste en que la circulación se produce sin la respectiva tradición material, la cual es reemplazada por una

---

<sup>283</sup> CACHÓN BLANCO, J.; Op. Cit. Pág. 141. El autor explica que en caso de la desmaterialización de la circulación no se produce la desaparición corporal del título valor, sin embargo, sus posteriores transmisiones se efectúan sin la respectiva entrega material del documento.

anotación contable, de manera que el derecho circula con independencia del documento, el cual se encuentra depositado en una central de valores y podrá ser objeto de retiro en cualquier momento.

En este sistema, el depositante no puede pretender la devolución de los mismos títulos que depositó, puesto que dado su carácter fungible, éstos se confunden entre la masa depositada operando, una desindividualización de los títulos.

#### 2.2.4.4 Desmaterialización Total Facultativa

Se trata de una forma menor de desmaterialización, en esta el poseedor del título tiene la facultad de seleccionar entre la introducción al régimen de administración centralizada o conservarlo.<sup>284</sup> Si elige someter el título a la central, el título valor se le sustituye por una anotación en cuenta.

#### 2.2.4.5 Desmaterialización Total Obligatoria

Este sistema ha sido acogido a través de la experiencia francesa y danesa, en las cuales se da una ruptura total, completa e irreversible del ligamen entre "Recht am Papier" y "Recht aus dem Papier" (Derecho sobre el Documento y Derecho del Documento respectivamente). Aquí el título desaparece definitivamente y el derecho es representado por medio de una inscripción en cuenta.

En nuestro país coexisten los modelos de Desmaterialización total Obligatoria y Facultativa, tal como lo expresa la ley, en ambos casos se da la

---

<sup>284</sup> RAMIREZ VILLALOBOS. F.; Op. Cit. Pág. 17. La autora manifiesta, que en una primera fase, a lo largo de los años sesenta y primeros de los setenta, la sustitución de los títulos por anotaciones contables era voluntaria, no obstante recientemente la tendencia mayoritaria es convertir el nuevo régimen de discrecional en obligatorio. Valga indicar que en Dinamarca, Suecia y Francia se ha alcanzado la espiritualización absoluta del título, en otras palabras, el título físico ha desaparecido definitivamente siendo sustituido por las anotaciones en cuenta.

desmaterialización total de los títulos, con la diferencia que para los que se negocian en bolsa, es de manera obligatoria, y en el caso de los no agrupados en emisiones queda a discreción del emisor si los someterá al régimen de la anotación en cuenta o continua con el sistema del título físico.<sup>285</sup> Además para los títulos que aún no están representados mediante anotaciones en cuenta, es decir los títulos valores comunes pueden ser sometidos al régimen de Inmovilización manteniendo los títulos en depósito en la CEDEVAL y de esa forma posibilitar su negociación en bolsa.<sup>286</sup>

### **2.2.5 Características de los Valores Susceptibles de ser Desmaterializados**

Resulta pertinente manifestar que la desmaterialización y consiguiente representación de valores mediante anotaciones en cuenta no puede extenderse a todos los títulos valores, encontrando su natural marco de

---

<sup>285</sup> Según el Art. 1 inc. 3 de la LAEVC. La representación por medio de anotaciones electrónicas de valores en cuenta es obligatoria para los valores negociables en bolsa. Las acciones y los valores no agrupados en emisiones pueden representarse por medio de títulos o de anotaciones electrónicas en cuenta, a voluntad del emisor. Al respecto DIAZ GRANADOS, C.; Op. Cit. Pág. 28, expone que la legislación de El Salvador va a la vanguardia al determinar que la representación por medio de anotaciones en cuenta, es obligatoria para los valores negociables en bolsa. y establecer que las acciones y los valores no agrupados en emisiones pueden representarse por títulos o por medio de anotaciones en cuenta a voluntad del emisor. En los demás países de la región la desmaterialización es voluntaria siendo una posibilidad normalmente restringida a los valores objeto de oferta pública.

<sup>286</sup> Al respecto el Art. 10 del Reglamento General de la Central de Depósito de Valores S.A. de C.V. CEDEVAL Aprobado en sesión de Junta Directiva de CEDEVAL No JD-06/2002, celebrada el 04 de junio de 2002 y por la Superintendencia de Valores en sesión de Consejo Directivo No. 041/2002 de fecha 31 de octubre de 2002, con vigencia a partir del 08 de noviembre de 2002, establece que CEDEVAL podrá recibir valores en depósito, custodia y administración, cuyo efecto principal es posibilitar la negociación de los valores en la Bolsa. Además podrá recibir títulos valores para custodia en bóveda, cuya única finalidad es la guarda del documento. El depósito, custodia y administración de títulos valores puede ser sobre la totalidad o una parte de la emisión. Esto de acuerdo a lo establecido en el Art. 18 LAEVC que establece que previo a su negociación en mercado primario, los valores deben entregarse a la Depositaria en Administración. Sobre la Forma de cómo opera este depósito véase el Manual de Operaciones de CEDEVAL.

aplicación en los valores negociables mobiliarios<sup>287</sup> emitidos en masa o serie (con igual contenido de derechos).

Por ejemplo los llamados títulos de inversión, como las acciones y bonos de las sociedades anónimas y los títulos de deuda pública. Ciertamente, el carácter fungible de los mismos los hace idóneos para no contar con más soporte que el asiento contable.

Los títulos objeto de este proceso pueden ser al portador, nominativos o a la orden.<sup>288</sup> En el primer caso, no existe problema alguno, en la medida en que su ley de circulación es la simple entrega. Dificultades mayores ocasionan los títulos a la orden y nominativos, puesto que, dada su particular ley de circulación, no pueden considerarse como fungibles entre sí.<sup>289</sup>

La capacidad de ciertos valores para desmaterializarse, no queda exclusivamente vinculada a su forma de emisión o catalogación, sino que

---

<sup>287</sup>El Art. 1 de la LAEVC establece que las anotaciones en cuenta representan valores negociables mobiliarios, incorporados a un registro electrónico y no a un documento. El legislador ha utilizado el término valores negociables mobiliarios. Al respecto CACHON BLANCO, J.; Op. Cit. Pág. 2118. Con relación a los valores nos dice, que el objeto de cualquier negocio jurídico del mercado de valores es un valor negociable, es decir, un valor mobiliario, emitido en masa ya sea seriado o no y susceptible de negociación en un mercado organizado, excluyendo los negocios jurídicos aislados como el endoso de letra de cambio y los negocios jurídicos sobre valores no susceptibles de negociación abierta en un mercado organizado por ejemplo la transmisión de acciones de sociedad anónima no cotizada. Al respecto véase HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 195. El autor expresa que de la anterior conceptualización dada por CACHON BLANCO, se concluye que el citado autor, equipara el concepto de “valor negociable” con “valor mobiliario” lo que pareciera incorrecto. El autor cree que el valor negociable corresponde a un concepto mucho más amplio que el de valor mobiliario. Es interesante ver que el legislador al establecer que las anotaciones en cuenta representan valores “negociables mobiliarios” pareciera que utiliza los conceptos como si fuera uno solo.

<sup>288</sup> Al respecto el Art. 3 de la LAEVC establece que por la naturaleza de las anotaciones en cuenta es inexistente la distinción entre nominativas, a la orden o al portador.

<sup>289</sup>RAMIREZ VILLALOBOS, F.; Op. Cit. Pág. 7. La autora explica que algunos ordenamientos optan por admitir en depósito centralizado únicamente títulos al portador. En otros sistemas que admiten el ingreso de títulos nominativos o a la orden, se recurre a fórmulas como la alemana, en la que el título es endosado en blanco, lo que equivale técnicamente a someterlos al régimen de circulación del título al portador, o la italiana en la que los títulos nominativos son endosados con efectos limitados a favor del ente central.

también en realidad se vincula al hecho de producirse su negociación en un mercado organizado y con intervención de intermediarios profesionales.

En El Salvador, los títulos valores para ser representados mediante anotaciones en cuenta en primer lugar deben cumplir los requisitos que exige el Art. 68 de la LMV, para los títulos que se negocian en la bolsa de valores, los cuales son:

- Ser transferibles
- Ser emitidos en serie
- Que representen la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo, a cargo de la sociedad emisora, en el caso de las obligaciones. Que representen una parte alícuota del capital de la sociedad emisora, cuando se trate de acciones, y otros valores que representen participación.

De las características anteriores, que exige la legislación para los títulos valores que se negocian en bolsa y siendo requisito indispensable para los títulos representados mediante anotaciones en cuenta este tipo de negociación; los títulos susceptibles de ser desmaterializados principalmente deben reunir las características de: Negociabilidad y estar Agrupados en emisiones.

#### 2.2.5.1 Negociabilidad

Con este término se hace referencia, a algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de casi todos los derechos. Como elementos consustanciales de la negociabilidad, se encuentran uno de carácter

intrínseco y referido a que los valores negociables deben ser derechos de contenido patrimonial.<sup>290</sup>

A su vez ello refleja la importancia de que el valor negociable por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de valores.

Lo cual responde a la expresión de la necesidad de rapidez y seguridad que deben caracterizar a las transacciones de un mercado de valores, por lo que los valores negociables deben estar configurados como instrumentos jurídicos que les permitan ser objeto de múltiples transferencia en poco tiempo, sin que el adquirente tenga que tomar precauciones para asegurar su posición frente a terceros, y que posibiliten también una fácil liquidación de la operación.<sup>291</sup>

Como características extrínsecas de los valores negociables estos deben tener una suficiente difusión entre el público, lo que propicia que haya un número significativo de emisores de títulos, que producen la oferta de venta y demanda de compra que permite la realización de transacciones y la existencia del mercado de valores.

---

<sup>290</sup> SANTOS MARTINEZ, V.; Op. Cit. Pág. 392. El autor establece que los valores entrañan derechos. Derechos que el titular ostenta frente a la entidad emisora y que pueden quedar centrados en torno a pretensiones pecuniarias como es el caso de las obligaciones, bonos o valores afines o tener un alcance más complejo, como ocurre con las acciones, que suponen la condición de socio de la sociedad emisora.

<sup>291</sup> HERNADEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 201. Para el autor en la actualidad, las figuras jurídicas que pueden satisfacer tales exigencias son los títulos valores ya sea en su modalidad tradicional cartular o mediante las anotaciones en cuenta, pues precisamente estas formas de representación de valores, por la semejanza de su régimen jurídico al de las cosas muebles en lo que concierne a la transmisión, protección del adquirente de buena fe, legitimación etc., dado que la más importante de estas características es el hecho de que los valores negociables deben ser derechos, no cosas materiales, permiten la reducción de la importancia de las cualidades personales de los contratantes a favor de las condiciones económicas de la operación.

### 2.2.5.2 Agrupación en Emisiones

Esta característica ha venido a sustituir el concepto de valores emitidos en serie.<sup>292</sup> Como característica de agrupación en emisiones están referidas a que provengan de un mismo emisor, y a su vez ser homogéneos.<sup>293</sup> El cumplimiento de la serie de actos jurídicos que componen la emisión es relativo a la totalidad de los valores que habrán de ser fruto de ese procedimiento que constituye el medio que produce su nacimiento.<sup>294</sup> La emisión es la preparación del nacimiento de los valores. Por ello, es casi forzoso que el contenido de obligaciones de todos ellos sea sustancialmente uniforme.

Es decir, las condiciones estructurales de la operación que da origen a los valores negociables conducen a que los nacidos en virtud de la misma oferta de suscripción tengan, entre sí, la nota de homogeneidad. Precisamente la homogeneidad acarrea la fungibilidad, esto es, dota del carácter de cosas genéricas a los derechos patrimoniales surgidos, lo cual los predispone precisamente hacia su carácter de negociable.

Resulta entonces, que la homogeneidad, fungibilidad y eventual negociabilidad constituyen atributos que deben reunir los valores para ser susceptibles de ser desmaterializados.

---

<sup>292</sup> SANTOS MARTINEZ, V.; Cit. Pág. 392. El autor explica, que mediante la nota de agrupación en emisiones se abandona y supera el concepto de valores emitidos en serie. La exigencia de que las acciones y obligaciones, que son los valores que aquí interesan, estén agrupadas en una emisión, ofrece la base para establecer, en determinados aspectos, como se indica en otros lugares, la unicidad de tratamiento de todas aquellas que forman una misma emisión.

<sup>293</sup> Nuestra legislación en el Art. 2, Lit, b) LAEVC. Define una Emisión como el conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o que responda a una misma unidad de propósito.

<sup>294</sup> CACHON BLANCO, J.; Op. Cit. Pág. 36. El autor, define la emisión de valores como el procedimiento o serie de actos no negociables coordinados cuya observancia resulta obligada para expresar una oferta de suscripción de valores, ofertas cuyas aceptaciones por parte de los inversores tendrán como resultado precisamente el nacimiento de valores.

Actualmente se pueden desmaterializar los títulos valores emitidos por emisores privados como: Certificados de Inversión, Cédulas Hipotecarias, Papeles Comerciales, Letras de Cambio Bursátiles para ser negociadas exclusivamente en la Bolsa de Valores, Obligaciones Convertibles en Acciones, Acciones de Tesorería, Acciones comunes, Acciones Preferidas y Valores Extranjeros;<sup>295</sup> Títulos deuda del Estado<sup>296</sup> emitidos por medio del Ministerio de Hacienda como: Eurobonos, Letras del Tesoro, Bonos del Tesoro, Certificados Fiduciarios de Participación; Títulos emitidos por el BCR: Cenelis y Bonos BC.

### **2.3 ANOTACIONES EN CUENTA**

La culminación del proceso de desincorporación tiene lugar al desaparecer completamente el título valor, de modo que la representación en un específico documento, cuya caracterización propia como bien mueble servía de instrumento a la circulación y el ejercicio de la titularidad jurídica

---

<sup>295</sup>Sobre los valores emitidos por entes privados, véase el Instructivo “Emisiones de Valores” aprobado por la Junta Directiva de la BVES, en sesión JD-18/2006 celebrada el veintidós de agosto del año dos mil seis. Respecto a las Cédulas Hipotecarias el Art. 20 establece que estas son obligaciones negociables representadas por anotaciones electrónicas en cuenta que conceden garantía preferente, a sus titulares o adquirentes, sobre la totalidad o una parte de los créditos hipotecarios constituidos a favor del banco emisor. Los Arts. 129, 130 y 131 del mismo Instructivo establecen que, para la inscripción en bolsa de una emisión de valores extranjeros, únicamente deberá cumplir con lo establecido en los requisitos que se necesitan los valores nacionales; cuando estos valores hayan cumplido todos los requisitos para ser de oferta pública, podrán ser objeto de cualquier operación de mercado secundario inclusive de reporto, en las condiciones y con las limitaciones que establezca la Bolsa de Valores. Las casas de corredores de bolsa que soliciten la inscripción de valores extranjeros en la Bolsa de Valores, deberán obtener previamente la autorización de la Superintendencia de Valores para negociarlos. La Bolsa de Valores de oficio o a solicitud de una Casa de Corredores de Bolsa podrá solicitar a la Superintendencia de Valores que declare un mercado homologado. Son mercados homologados aquellos mercados organizados que cuenten con similares o superiores requisitos de supervisión con respecto a El Salvador.

<sup>296</sup> Sobre la emisión de títulos de deuda del Estado, véase el Instructivo para la Colocación de Valores Emitidos por la República de El Salvador, emitido por el Ministerio de Hacienda. Al respecto el Romano I. establece que el Banco Central de Reserva, es el responsable de ingresar los parámetros de la convocatoria y de la adjudicación en la plataforma tecnológica de negociación e ingresar en el sistema electrónico respectivo, la información de los valores liquidados a fin de que la Depositaria realice la anotación electrónica de los valores en la cuenta de los inversionistas.

incorporada, ya no sea necesaria<sup>297</sup> para una especial reglamentación del tráfico jurídico del derecho.<sup>298</sup>

Los títulos objeto de este proceso pueden ser al portador, nominativos o a la orden.<sup>299</sup> En el primer caso, no existe problema alguno, en la medida en que su ley de circulación es la simple entrega. Dificultades mayores ocasionan los títulos a la orden y nominativos, puesto que, dada su particular ley de circulación, no pueden considerarse como fungibles entre sí.<sup>300</sup>

---

<sup>297</sup> HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 55. El autor establece, que no procede atender simplemente, a una especial documentación contable de las relaciones negociables, como plasmación material de las declaraciones de las partes o incluso como exigencia de su validez y eficacia, si no a la fijación de la relación en un especial soporte para su sujeción a un régimen peculiar. Véase al respecto, LOPEZ VILLAR, J.M.; “*Representación de las Partes en que se Divide el Capital Social*”, en Contratos sobre Acciones, Estudios en Homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci, 1ª ed. EDITORIAL CIVITAS, España, 1994, Pág.67. Para este autor, solo los mecanismos de carácter contable que tengan su propio régimen, podrán calificarse de auténticamente substitutivos de la incorporación cartular de los derechos.

<sup>298</sup> ESPINA, D.; Op. Cit. Pág. 167. El autor explica que la supresión del soporte, puede ser incluso originaria, no existiendo título alguno en ningún momento, sin tener lugar sucesivamente tras la necesaria conversión o transformación de un primer y peculiar documento. Pero más significativa resulta la diferencia entre la posible reversión de una representación contable del derecho, que permita volver a las previsiones tradicionales, y a la irreversibilidad del nuevo sistema, que impida incorporar a títulos los derechos anotados.

<sup>299</sup> SANTOS MARTINEZ, V.; Op. Cit. Pág. 25. Para el autor, la representación de valores mediante anotaciones en cuenta no puede extenderse a todos los títulos valores, encontrando su natural marco de aplicación en los valores mobiliarios o valores emitidos en masa o serie (con igual contenido de derechos). Por ejemplo los llamados títulos de inversión, como las acciones y obligaciones de las sociedades anónimas y los títulos de deuda pública. Ciertamente, el carácter fungible de los mismos los hace idóneos para no contar con más soporte que el asiento contable.

<sup>300</sup> GARCÍA KILROY, C.: “*Apuntes para la Liquidación de Valores*”, 1ª ed. Ed. San José, Costa Rica, 1998, Pág. 134. Según lo expresa el autor, algunos ordenamientos optan por admitir en depósito centralizado únicamente títulos al portador. En otros sistemas que admiten el ingreso de títulos nominativos o a la orden, se recurre a fórmulas como la alemana, en la que el título es endosado en blanco, lo que equivale técnicamente a someterlos al régimen de circulación del título al portador, o la italiana en la que los títulos nominativos son endosados con "efectos limitados" a favor del ente central. En cuanto a la legitimación para el ejercicio de los derechos cartulares de los sujetos depositantes, se obtiene mediante la emisión de certificaciones que acreditan el depósito efectuado. Igualmente debe afirmarse que la capacidad de ciertos valores para desmaterializarse, no queda exclusivamente vinculada a su forma de emisión o catalogación, sino que también en realidad se vincula al hecho de producirse su negociación en un mercado organizado y con intervención de intermediarios profesionales; algunos ordenamientos optan por admitir en depósito centralizado únicamente títulos al portador. En otros sistemas que admiten el ingreso de títulos nominativos o a la orden, se recurre a fórmulas como la alemana, en la que el título es endosado en blanco, lo que equivale técnicamente a someterlos al régimen de circulación del título al portador, o la italiana en la

### 2.3.1 Evolución Histórica de las Anotaciones en Cuenta

La evolución que han tenido las Anotaciones en Cuenta, ha venido aparejada tanto para los Títulos Valores emitidos por personas de derecho privado, así como, para aquellos emitidos por el Estado; y puede desarrollarse, a través de los países en los que se ha implementado:

#### 2.3.1.1 La Depotgesetz Alemana<sup>301</sup>

El movimiento desmaterializador apareció en Alemania, con el sistema de depósito colectivo de valores<sup>302</sup> que se utilizó la práctica bancaria desde

---

que los títulos nominativos son endosados con "efectos limitados" a favor del ente central. En cuanto a la legitimación para el ejercicio de los derechos cartulares de los sujetos depositantes, se obtiene mediante la emisión de certificaciones que acreditan el depósito efectuado. Igualmente debe afirmarse que la capacidad de ciertos valores para desmaterializarse, no queda exclusivamente vinculada a su forma de emisión o catalogación, sino que también en realidad se vincula al hecho de producirse su negociación en un mercado organizado y con intervención de intermediarios profesionales.. algunos ordenamientos optan por admitir en depósito centralizado únicamente títulos al portador. En otros sistemas que admiten el ingreso de títulos nominativos o a la orden, se recurre a fórmulas como la alemana, en la que el título es endosado en blanco, lo que equivale técnicamente a someterlos al régimen de circulación del título al portador, o la italiana en la que los títulos nominativos son endosados con "efectos limitados" a favor del ente central. En cuanto a la legitimación para el ejercicio de los derechos cartulares de los sujetos depositantes, se obtiene mediante la emisión de certificaciones que acreditan el depósito efectuado. Igualmente debe afirmarse que la capacidad de ciertos valores para desmaterializarse, no queda exclusivamente vinculada a su forma de emisión o catalogación, sino que también en realidad se vincula al hecho de producirse su negociación en un mercado organizado y con intervención de intermediarios profesionales.

<sup>301</sup>CERTAD MAROTO. G.; Op. Cit. Pág. 135. El autor hace referencia a que en la Alemania de 1910, ya existía una legislación sobre Contabilidad de la Deuda Publica Imperial, en la cual ya se permitía la emisión por el Reich, de empréstitos inscritos en el Libro de Deuda del Estado, sin materializarlos en Títulos Valores. Durante la segunda guerra mundial, las disposiciones del III Reich, permitirían una gestión global de la Deuda, ordenándose la equiparación jurídica de la inscrita con los Títulos, para su tratamiento conjunto a efectos de depósito colectivo. En 1951, se emite la Ley de Empréstitos del Estado, en donde esta figura alcanzaría rango legal y se aplicaría para la Deuda del Estado, de los Länder, de Correos o del Ferrocarril. La forma de la deuda, quedaba a elección del acreedor, pudiendo así desaparecer el Título – soporte físico- del derecho, convirtiéndolo en un sistema de carácter substitutivo, pues se abandona el papel como instrumento de circulación. Y ejercicio de derechos, en el cual se equipara el apunte contable, a las obligaciones documentadas al portador; creando un nuevo concepto de *Derecho – Valor*, que queda como derecho incorporal no cartáceo, pero con idéntica función que el Título Valor documental.

<sup>302</sup> HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 163. El autor explica que esta legislación, fue la primera en crear un único documento global, en lugar de depositar el conjunto de documentos

1882, cuando se fundó el depósito centralizado y de transferencia de Valores.

Al finalizar la Primera Guerra Mundial, la Desmaterialización era una práctica ya generalizada, que fue reconocida jurídicamente el 4 de febrero de 1937, con la Ley sobre Depósito y Adquisición de Títulos Valores, en este sistema, se planteaba que todos los títulos valores fungibles, emitidos al portador o a la orden debían permanecer inmovilizados.<sup>303</sup>

En Alemania, actualmente, existe una copropiedad por cuotas, en razón al valor nominal o el número de títulos depositados de los propietarios primitivos, sobre el conjunto de valores de idéntica clase en toda la cartera del depositario, en todo caso, este sistema permite evitar la manipulación física de los títulos en su circulación y en el ejercicio de los derechos incorporados, aunque se mantiene la existencia de los títulos efectivamente emitidos y depositados en una central, por lo tanto, tiene, carácter corrector.

#### 2.3.1.2 Sistema Francés

La experiencia francesa, se divide en dos momentos, el primero, nace con la ley del 18 de junio de 1941, con la cual se implementa el resguardo en depósito de las acciones y obligaciones al portador, de las sociedades

---

individuales sean estas acciones u obligaciones que posee un individuo, o que son emitidos por una misma Sociedad, así como el derecho a entregar Títulos singulares.

<sup>303</sup> TOLEDO GONZÁLEZ, V.; "*La Desmaterialización de Títulos de Crédito* ", Memorias del Congreso Internacional de Derecho Mercantil, Universidad Autónoma de México, México, 2000, Pág. 17. El autor manifiesta que con esta ley, se dispuso que los títulos quedaban inmovilizados y las transferencias se haría por la simple anotación en el libro de registro de depósito del banco, sin requerirse de la posesión material de los títulos; se reguló la centralización de los depósitos en los bancos colectores, propiciando que los bancos perdieran la posesión inmediata de los títulos depositados y éstas pasaran a los bancos colectores.

anónimas francesas, por cuenta de establecimientos afiliados,<sup>304</sup> para esto, se crea la Caisse Centrale de Dépôts et Veriments de Titres ( CCDVT) o la Caja Central de Transferencia de Títulos.

Una vez que Títulos eran depositados, se procedía a perforarlos, para que el derecho del accionista no fuera transferido de nuevo al título, pues las acciones depositadas no era incluidas ni siquiera en ocasión de una transformación a nominativas; sino que el depositante, propietario de una acción, veía representado su derecho en una cuenta y ya no documentalmente.<sup>305</sup>

El segundo momento comienza en 1949, después de la guerra, cuando se crea la Societé Interprofessionelle pour la Compensation de Valours Mobilières (SICOVAM) o Sociedad de Interprofesionales para la Compensación de Valores Mobiliarios.

Este era, un depósito facultativo instrumentado en cuenta corriente, que se aplicaba a las acciones al portador, las obligaciones convertibles en

---

<sup>304</sup> ESPINA, D.; Op. Cit. Pág. 134 y 135. El autor explica que estos establecimientos eran bancos, instituciones financieras, agentes de bolsas y miembros del Bolsín. Esta legislación, surgió, no por motivos fiscales, sino para el control de la actividad extranjera durante la ocupación a Francia, incluso la obligatoriedad del sistema de las acciones al portador reglamentariamente determinadas; se incluyeron las sociedades más ampliamente difundidas entre el público, pues éstas no debían volver a circular porque se corría el riesgo de ser adquiridas por los ocupantes.

<sup>305</sup> SANTOS MARTINEZ, V.; Op. Cit. Pág. 22. El autor manifiesta que la negociación de las acciones depositadas se producía, *ex lege*, mediante la transferencia de partidas de una cuenta a otra y el pago de dividendos mediante la directa anotación del abono en la cuenta de cada accionista. Las acciones, ya no se identificaban por la numeración de los títulos originales, pero seguía existiendo un documento, depositado en la caja central, este sistema se fundaba en la efectiva emisión original del título, y se articulaba como depósito colectivo, aunque desvinculando definitivamente aquel del material tráfico jurídico de los derechos.

acciones, las obligaciones no convertibles pero aptas para ser remitidas en cuenta corriente, y todos los demás valores mobiliarios.<sup>306</sup>

Se trataba, de un depósito colectivo, con copropiedad sobre la masa de los títulos fungibles y derecho de separación del depositante en caso de quiebra del depositario.

En 1955, se estableció que la inscripción en el registro de la emisora, era constitutiva del derecho de propiedad, por lo que se prohibía emitir títulos corporales.

En 1981, se estableció que todas las acciones y obligaciones emitidas fueran desmaterializadas en sentido amplio, pasando a constar en un registro electrónico, y en la actualidad, mantienen un régimen radical, puesto que la desmaterialización es obligatoria para la mayoría de valores mobiliarios, y los registros electrónicos son constitutivos de derecho y la representación corporal no tiene valor constitutivo, y en los casos que existían eran meras evidencias.

### 2.3.1.3 Sistema Español

En 1973, fue autorizado en España, el establecimiento de un sistema de liquidación y compensación de operaciones de bolsa y depósito de

---

<sup>306</sup> MOREAU – NÉRET, V.Y.; *“Les Valeurs Françaises Depiuis”*, Paris, 1950, Traducción de Editorial ROUGE, España, 1960, Pág. 393. Según el autor los títulos eran depositados en entidades adheridas como bancos o agentes de cambio y bolsa, y luego por estas en la SICOVAM. Esta integración, era facultativa, el depositante no debía consentirle expresamente, pero podía pactar con el primer depositario, la necesaria restitución de los mismos títulos entregados, no cabiendo ya la remisión de los mismos al organismo interprofesional. La SICOVAM, abría una cuenta para cada adherente, que se subdividía en otras distintas, según la naturaleza de los títulos, además, se eliminó la perforación de los títulos permitiendo su ulterior circulación cartular.

valores mobiliarios.<sup>307</sup> Este sistema, se aplicaba a los valores mobiliarios cotizados oficialmente en bolsa y se excluía a los valores cuya regularidad y legítima pertenencia, no constara a sus depositarios.

Los Títulos debían estar bajo la custodia de Agentes de Cambio y Bolsa, en el ejercicio de sus funciones, se hacía un depósito sui generis, pues no era regular, dado que no existía obligación de restituir los mismos Títulos entregados, y tampoco era irregular, pues el depositario no adquiría la propiedad de los Títulos, ni podía disponer de ellos con fines distintos de la liquidación y compensación.<sup>308</sup>

En este sistema, se da una desincorporación parcial, es decir, de carácter funcional, para impedir la movilización de los Títulos, aunque estos siguieran emitiéndose como elementos del sistema e instrumentos de incorporación, tratándose así de un sistema corrector, del que, independientemente de su carácter facultativo u obligatorio, cabía retirar los Títulos para su posterior circulación cartular.

---

<sup>307</sup> TOLEDO GONZÁLEZ, V.; Op. Cit. Pág. 17. El autor explica que en la normativa de 1973, los títulos valores puestos en circulación por un mismo emisor, se consideran fungibles si son de la misma clase, tienen el mismo valor nominal y confieren idénticos derechos; además se obvia su numeración, salvo aquellos Títulos que su representación corporal tenga especial valor, por su rareza, interés histórico o merezca especial atención como la primera acción emitida por una compañía, adjudicada en cada sucesión al primogénito de la familia.

<sup>308</sup> ESPINA, D.; Op. Cit. Pág. 146. Para el autor la titularidad de los Valores no se alteraba, con su depósito, y el depositante conservaba el derecho a una porción correspondiente a la cuota de participación en el conjunto de los Títulos depositados; naciendo para el depositario, en el momento del depósito, la obligación de custodia y administración, siendo su responsabilidad la realización de todos los actos necesarios para la conservación del valor y los derechos de los Títulos.

#### 2.3.1.4 Sistema Italiano

En Italia, se establece, el 19 de junio de 1986, el sistema de depósito y administración de Títulos Valores en régimen colectivo, otorgado a la sociedad por acciones Monte Titoli, S.P.A.<sup>309</sup>

Los Títulos eran depositados y asignados fiduciariamente al depositario en su cuenta aperturada, y podían así, transferirse sin tradición material, mediante inscripciones; se permitía, la transferencia contable de los Títulos, pero sin, incidir directamente sobre la *chartula*; ni suponer propiamente su desincorporación.<sup>310</sup>

En realidad, no se elude la representación material, si no que se ajusta la transmisión en el sistema, al objeto distinto de la misma, que ya no es el Título individual, sino una cotitularidad o coposesión sobre la masa depositada, dotándolo de un régimen especial propio de la circulación cartular en tutela de los adquirentes.

Se trata en fin de un sistema corrector, que se construye sobre el depósito y custodia de los Títulos (documentos), los cuales siempre pueden ser restituidos.

---

<sup>309</sup> DE ANGULO RODRIGUEZ, L.; *“Derechos de Crédito Representados Mediante Anotaciones en Cuenta y Negocios Jurídicos sobre los Mismos”*, en *Negocios sobre Derechos no Incorporados a Títulos Valores y sobre Relaciones Jurídicas Especiales*, 1ª ed, Editorial Civitas, España, 1994, Pág. 265 y 266. El autor explica que en 1978, se constituyó la Monte Titoli, a iniciativa de la Banca D'Italia, conjuntamente con otras entidades de crédito y organizaciones profesionales de Agentes de Cambio, pero sus operaciones comenzaron hasta 1981, asegurando la custodia fiduciaria y la administración centralizada de Valores, acaparando en gran medida la administración de Títulos.

<sup>310</sup> GARCÍA KILROY, C.: Op. Cit. Pág. 155. El autor expone que para el perfecto funcionamiento de este sistema, se requiere que los Títulos Valores sean tratados como títulos al portador, pero, se prevé legalmente un endoso especial al gestor central en el caso de los Títulos nominativos, atribuyéndoles una legitimación cartular limitada, sin poder de disposición propio ni legitimación para el ejercicio de derechos corporativos con carácter autónomo.

Posterior a estos cuatro países que han sido pioneros en la creación e implementación de Depósitos Colectivos, ha habido otros países<sup>311</sup> que han tomado de ejemplo estas legislaciones innovadoras y las han implementado, pero no solo los países han puesto sus ojos en ello, también la Organización de las Naciones Unidas (ONU), ha hecho su aporte, del cual haremos mención a continuación:

### 2.3.1.5 Uncitral

En la Asamblea General de la ONU de 17 de Septiembre de 1966, se aprobó la Ley Modelo sobre Comercio Electrónico de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional, cuyo objeto fue promover la reducción de obstáculos ante las disparidades entre legislaciones, a fin de armonizar y unificar progresivamente la legislación mercantil internacional.

También se establecieron intercambios electrónicos de datos, conocidos como EDI (Electronic Data Interchange) que constituye un modelo

---

<sup>311</sup> TOLEDO GONZÁLEZ, V.; Op. Cit. Pág. 17- 22. Según lo establece este autor, entre esos países se encuentra: Holanda, que en 1962 funda la Compañía de Compensación de Fondos Holandesa, conocida como *Effecten Clearing*, su finalidad es manejar cupones de interés y dividendos, mediante la creación de la Sociedad llamada Centro para la Administración de Valores; Bélgica, donde en 1967 se crea la caja Interprofesional de Depósito y Transferencias de Títulos (CIK), que opera bajo un doble propósito, el primero es el depósito de Valores y la Cotización de Valores extranjeros y el segundo es el servicio de guarda y administración de los Valores; Suiza, en 1972, se fundo la Sociedad Suiza de Transferencia De Títulos (*Schweizerische Effek Giro AG, SEGA*), en esta pueden realizarse depósitos, y los depositantes so cotitulares de los depósitos, y utiliza el sistema de asientos contables, para que al realizarse la transferencia de Valores estos no sean entregados; Estados Unidos, como consecuencia del fenómeno desmaterializador que se dio en Europa, se creo la *Central Certificate Service*, en 1961, pero en 1973, es sustituida por *The Depository Trust Company*, que a la fecha es la más grande custodio de valores; México, se comenzó a regular los Depósito Colectivo en 1975, con la Ley del Mercado de Valores, creando en 1987, el *Instituto de Deposito de Valores (INDEVAL)*, complementándose con la Ley de Instituciones de crédito de 1990, las reformas al Código de Comercio de 2000 y la Ley de Sociedades de Inversión de 2001.; Costa Rica, con la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, LRMV, N° 7732, 1998, se regula todo lo concerniente al régimen de anotaciones en cuenta, y se crea el Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta.

de contratación por medios informáticos. EDI, se basa en principios como la ausencia de firma escrita, no registrarse en soporte de papel, utilización de formas simplificadas y normalizadas para establecer los acuerdos contractuales. Entre las redes que se utilizan, se encuentra SWIFT (Society for World – wild Interbank Financial Telecommunications), que se utiliza en la cooperación bancaria internacional, para la transferencia electrónica de fondos y Valores.

Con este aporte se sienta una base en el derecho internacional que facilita la circulación de Títulos Valores, o de los derechos que estos representan, a través de anotaciones en cuenta o simples transferencias electrónicas, obviando o superando las incompatibilidades entre legislaciones, acelerando así la circulación de la riqueza.

### **2.3.2 Evolución de la Anotaciones en Cuenta en El Salvador**

En El Salvador, la evolución de las anotaciones en cuenta, es la misma que la de la Desmaterialización de Títulos Valores, a diferencia de otros países, en que la Anotación en Cuenta, surge como consecuencia de la Desincorporación del valor al Título.<sup>312</sup>

Con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) de 1995, se regula por primera vez el endoso en administración, para facilitar la labor de CEDEVAL y se instaura el Registro Público bursátil.

---

<sup>312</sup> HIGALGO-QUEHL, G.; Op. Cit. Pág. 65. El Autor relata que previo a la Constitución de CEDEVAL, el Banco Interamericano de Desarrollo BID, acordó apoyar, a través de la Asociación de Bolsas de Comercio de Centro América (BOLCEN), la creación de Centrales de Deposito de Valores, por medio de un crédito no reembolsable, con recursos el Fondo Multisectorial de Inversiones FOMIN, concediendo la suma se \$2,100,000, para ser dividido entre los 6 países y en cada uno entre sus bolsas, un promedio de \$125,000 por país, sin intereses ni plazos y a ser reembolsable cuando las Centrales fueran rentables.

En el art. 69 de la LMV, se regula la Desmaterialización de los valores que se negocian en la bolsa, usando incluso medios electrónicos, a través de sociedades de depósitos, administración y custodia de Valores.

El Reglamento General Interno de CEDEVAL, fue aprobado por su Junta Directiva el día tres de marzo de mil novecientos noventa y ocho, en la sesión de Junta Directiva número JD-1/98 y por la Superintendencia en sesión de Consejo Directivo número CD-18/98, de fecha diecinueve de marzo de mil novecientos noventa y ocho.

Fue hasta el 3 de noviembre de 1998, que CEDEVAL, inicia sus operaciones, pero, es hasta el 9 de marzo de 1999, que se colocan en la bolsa los primeros Títulos Valores Desmaterializados.<sup>313</sup> En cuanto a los títulos de deuda pública, los primeros valores desmaterializados fueron los Eurobonos 2006, el 3 de septiembre de 1999.

La Bolsa de Valores, en el año 2000 – 2001, elaboró, un proyecto de Ley sobre la Desmaterialización de Títulos Valores, que fue aprobado en marzo de 2002, denominado finalmente, Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, entrando en vigencia en Septiembre de 2002, brindando el soporte jurídico del que carecía, el sistema de anotaciones en cuenta de nuestro país.

---

<sup>313</sup>El Banco Multisectorial de Inversiones, fue autorizado para emitir una segunda emisión de papel bursátil, para el desarrollo PBBMI2, por un monto de ¢200 millones, a un año plazo, según la BVES, en su " *Memoria de Labores del año 1999*" Pág. 45. Estos valores se emitieron por un monto de ¢10 mil colones o sus múltiplos; no devengarían intereses, sino que serían adquiridos a descuento y su emisión podría ser desmaterializada, como Anotaciones en Cuenta de CEDEVAL.

### 2.3.3 Definición de Anotaciones en Cuenta <sup>314</sup>

En la doctrina, la definición de anotación en cuenta, tiene en esencia, un consenso general; estableciendo que es el apunte contable, que se ha materializado en un sistema informatizado, es decir un registro electrónico, al cual se le atribuye, un régimen jurídico de especial circulación y ejercicio de los derechos que se inscriben en el correspondiente registro contable, que tiene carácter constitutivo de la existencia de los Títulos Valores Desmaterializados, así como de los derechos y obligaciones de sus emisores y de sus legítimos propietarios.

Según lo define el art. 2 lit. c) de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta (LAEVC) es, la nota contable efectuada en un Registro Electrónico de Cuentas de Valores llevado por una institución Depositaria, constitutiva de la existencia de valores desmaterializados, así como de las obligaciones de su emisor y de los derechos de su legítimo propietario.

### 2.3.4 Emisión de Títulos Valores Desmaterialización

La representación por medio de anotaciones electrónicas en cuenta es obligatoria para los valores negociables en bolsa. Las acciones y los valores no agrupados en emisiones podrán representarse por medio de títulos o de anotaciones electrónicas en cuenta, a voluntad del emisor, según lo

---

<sup>314</sup>Véase, BROSETA PONT, M. Op. Cit. Pág. 400; CACHÓN BLANCO, J.E.; Op. Cit. Pág.130; CERTAD MAROTO. G.; Op. Cit. Pág. 145; DIAZ GRANADOS, C. Op. Cit. Pág. 5; ESPINA, D.; Op. Cit. Pág. 125; HERNADEZ AGUILAR, A. Op. Cit. Pág. 199; MARTINEZ MUÑOZ, A.; Op. Cit. Pág. 5; MEJÍAS GÓMEZ, J.; "*Acciones Representadas Mediante Anotaciones en Cuenta, Transmisión y Pignoración*", en Contratos Sobre Acciones en homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci, 1ª ed., Editorial Civitas, España, 1994, Pág. 475; RAMIREZ FUENTES, R.; Op. Cit. Pág. 3; RAMIREZ VILLALOBOS, Op. Cit. Pág. 10; RECALDE CASTELLS, A.; Op. Cit. Pág. 3090; ROJAS CHANG, A. Op. Cit. Pág. 64 ; SANTOS MARTINEZ, V.; Op. Cit. Pág. 25; TOLEDO GONZÁLEZ, V.; Op. Cit. Pág. 25; Ley de Anotación Electrónica de Valores en Cuenta, art. 2 lit. C.

establece, el Art. 1 inc.1° Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta; y, por la naturaleza de estas, es inexistente la distinción entre normativas, a la orden o al portador. Confirmándolo así el Art. 3 Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.

Según lo establece el Art. 6 de Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, Las anotaciones en cuenta se crean en virtud de su inscripción en el Registro Electrónico de Cuentas de Valores.

La conversión<sup>315</sup>, de Títulos Valores físicos a Desmaterializados, emisión, e inscripción de los Valores, proceso que consta de cuatro pasos detallados a continuación:<sup>316</sup>

---

<sup>315</sup>Somos de la opinión, que nuestro ordenamiento jurídico, permite la coexistencia de Títulos Valores físicos y Títulos Valores desmaterializados, mejor conocidos como Valores negociables, pero, dadas las peculiares necesidades del derecho bursátil, el legislador, estableció que a partir del año 2002, todos aquellos Títulos Valores que se fueran a negociar en la Bolsa de Valores, debían seguir un proceso desmaterializador; en la actualidad, un alto porcentaje de los Títulos Valores ya son Valores negociables, pero todavía subsisten algunos materiales, razón por la cual, no podemos dejar de hablar de conversión, refiriéndonos a Títulos Valores físicos, que se convertirán en Valores negociables.

<sup>316</sup> En este punto, debemos detenernos y aclarar que en El Salvador, existen cinco tipos de emisión de Títulos Valores: Títulos Valores físicos, Representados en Escritura Publica, A través de macrotítulo, Emisiones del Estado y Valores Extranjeros.

<b>CLASES DE TITULOS</b>					
<b>Pasos</b>	<b>Valores Físicos</b>	<b>Por Escritura Pública</b> <sup>317</sup>	<b>Por Macro título</b> <sup>318</sup>	<b>Valores Extranjeros</b>	<b>Deuda del Estado</b>
	<b>1°</b>  <b>Deposito Inicial y Recepción</b>	<p>Son los valores representados en papel, y para su registro se necesita:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Copia del asiento registral.</li> <li>2. Copia de la Escritura Pública de Emisión, decretos y/o acuerdos.</li> <li>3. Constancia de inscripción en una bolsa de valores,</li> <li>4. Registro de las firmas de las personas responsables de la emisión</li> </ol>	<p>Según el art. 9 LAEVC, Para su registro en CEDEVAL se requiere:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Copia del asiento registral de la emisión.</li> <li>2. Testimonio de Escritura Pública de Emisión de los valores a favor de CEDEVAL.</li> </ol>	<p>El mismo art. 9 in fine, LAEVC, establece como requisito:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. El macro título original y copia sin valor;</li> <li>2. Copia del asiento registral de la emisión.</li> <li>3. Registro de las firmas de las personas autorizadas para firmar, renovar, canjear y endosar el macro título;</li> </ol>	<p>En este caso solamente se registran las características de la emisión y se requiere:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Constancia de inscripción en una bolsa de valores.</li> <li>2. Copia del asiento registral de la emisión, o el decreto respectivo.</li> <li>3. Copia del prospecto de emisión del documento que detalle las características de la emisión.</li> </ol>

<sup>317</sup> Somos de la opinión, que el legislador salvadoreño, al establecer en el art. 9 LAEVC, que los Títulos Valores que se emitirán por escritura pública son las obligaciones negociables, bonos o acciones y certificados fiduciarios de participación, toma como Títulos diferentes las obligaciones negociables y los bonos, cuando son genero y especie; dentro de las obligaciones negociables se encuentran los bonos ya sea públicos, privados o hipotecarios, las cedulas hipotecarias, letras de cambio bursátiles y letras del tesoro.

<sup>318</sup> Los Títulos que se emiten a través de macro títulos son Papeles comerciales, certificados de inversión cuando estos son emitidos Desmaterializados, y todos aquellos Títulos atípicos, que su emisor considere conveniente emitir por macro título.

<p style="text-align: center;"><b>2°</b></p>	<p style="text-align: center;"><b>Apertura de Cuenta en la Central Depositaria</b></p>	<p>1°. Recepción Lista de Titulares: La Casa de Corredores compradora, deberá enviar a CEDEVAL, un listado con los nombres de los inversionistas, compradores.</p> <p>2°. Endoso En Administración <sup>319</sup> Se hace mediante la simple entrega de los títulos, o mediante su endoso</p>	<p>1° Endosar en Administración por medio de la entrega del testimonio de la escritura de emisión, expedido por notario a favor de la Depositaria</p> <p>2° Establecer que la emisión de valores estará representada por medio de anotaciones en cuenta y que será entregada en depósito y administración a CEDEVAL, previa apertura de la cuenta</p>	<p>1° Endosar en administración el macro título mediante su entrega, para que la Depositaria haga las deducciones procedentes.</p> <p>2° Inscripción en le Registro de Cuentas de Valores, especificando el tipo de cuenta y la calidad en la que se apertura.</p>	<p>1° Firmar el Contrato General de Servicios para el depósito, custodia y administración de valores</p> <p>2° Registrar las Características de la emisión, no implica el Depósito de la emisión.</p> <p>pueden recibirse físicamente, pero Solamente para custodia en bóveda.</p>	<p>1° Las emisiones se inscribirán en el Registro Electrónico de Emisiones y de Cuentas de Valores del Banco Central de Reserva <sup>320</sup></p> <p>2° Los valores emitidos por el Estado y el Banco Central de Reserva serán objeto de oferta pública a través de SINEVAL, sin necesidad de asentarlos en el</p>
--	--	---	---	--	--	---

<sup>319</sup> El art. 18 LAEVC, establece que el endoso debiera ser a favor de CEDEVAL, por el titular o inversionista, de conformidad al art. 79-A de la Ley del Mercado de Valores; el artículo 8 del Reglamento General Interno de CEDEVAL, y el literal E, numeral 2b, Capítulo III del Manual de Operaciones de CEDEVAL. Si transcurrido el tiempo otorgado para el endoso de los títulos valores físicos, éstos no son endosados, ni se ha solicitado su retiro, CEDEVAL procederá a efectuar el retiro de los mismos de la(s) cuenta(s) donde se encuentran depositados y los entregará a la Casa de Corredores correspondiente, para que ésta se los entregue a su cliente, atendiendo lo establecido en el art. 19 LAEVC. El endoso en administración lo efectuará, el titular de los valores en las oficinas de CEDEVAL, Comprobando que es el legítimo propietario de los valores, presentando su Documento Único de Identidad, para proceder al endoso. Si es sociedad, la persona que endosará los títulos valores deberá presentar su Documento Único de Identidad y la credencial correspondiente o el poder administrativo otorgado por la sociedad; ambos documentos deberán estar debidamente inscritos en el Registro de Comercio.

<sup>320</sup> La representación mediante anotaciones en cuenta de los valores, se hará conforme a la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta y la Ley del Mercado de Valores. Los depósitos se harán en el Banco Central pudiendo delegar estas funciones a una Depositaria, en las condiciones que su Consejo Directivo determine.

		en administración hecho por el legítimo titular. Se crea la Cuenta de valores a nombre del emisor o titular de los valores.	de valores en esta. Art. 19 LAEVC.			Registro Público Bursátil, solamente se Presentarán a la Bolsa de Valores. Art. 3 LMV.
<b>3°</b>	<b>Entrega de Copias sin Valor</b>	Entregar las copias sin valor de los Títulos valores para ser firmados y sellados.	Entregar copia testimonio de la Escritura Publica, para ser sellado y almacenado en la bóveda de CEDEVAL.	Entregar copia del macrotítulo para ser sellado y depositado en bóveda de la Depositaria.	No se entrega copias sin valor ya que los Títulos Valores están desmaterializados o depositados en el extranjero.	No se entregaran pues están previamente desmaterializados.
<b>4°</b>	<b>Transferencia</b>	La primera transferencia entre cuentas de un valor anotado, la hará la Depositaria con base en las colocaciones hechas en mercado primario, y los traspasos de los valores representados por anotaciones en cuenta se efectuarán por medio de transferencia contable, mediante asientos en los registros. Art. 10 y 11 LAEVC. en el caso de la Deuda del Estado, se hará a través del Sistema de Negociación de Valores del Estado SINEVAL.				

## **2.4 FORMAS DE TRANSFERENCIA Y CONSTITUCION DE GRAVAMENES SOBRE VALORES NEGOCIABLES**

### **2.4.1 Formas de Transferencia de Valores Negociables**

#### **2.4.1.1 Compraventa**

La principal forma de transferencia de los Títulos Valores Desmaterializados o Valores negociables, es la compraventa, que se efectúa a través de las negociaciones en la Bolsa de Valores y por medio de transferencia contable, mediante asientos en los registros de la Depositaria, esta sin más requisitos será plena, cambiaria y sujeta a reglas de autonomía, según lo establece el art. 11 LAEVC.

El Art. 12 LAEVC, dispone que los valores anotados puedan transferirse o transmitirse fuera de Bolsa únicamente por causa de muerte, mediante dación en pago, adjudicación judicial o a título gratuito. En todos estos casos se observarán las normas del derecho común y el participante directo presentará a la Depositaria el instrumento público otorgado en legal forma, la sentencia o la resolución que legitime al nuevo propietario, para que se proceda a efectuar la transferencia entre cuentas.

#### **2.4.1.2 Donación**

Los valores representados mediante anotaciones en cuenta por estar sujetos a las reglas aplicables a los bienes muebles en general, también pueden ser objeto de una donación, en este caso se seguirán las reglas del derecho común;<sup>321</sup> pero siempre estarán sujetas al régimen propio que regula

---

<sup>321</sup> Sobre la Donación en materia mercantil véase. ETCHEVERRY, R.; “*Derecho Comercial y Económico, Contratos Parte Especial*” Tomo III. 1ª edición, Editorial Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma. Buenos Aires, 2000. Pág. 16 y sig. Para el autor la donación es un contrato y, por ende,

a los valores representados mediante anotaciones en cuenta. La donación de valores representados mediante anotaciones en cuenta constituye una excepción en la cual los valores pueden transferirse fuera de bolsa.<sup>322</sup>

Para realizar la transferencia, entre el donante y el donatario, el participante directo debe presentar a la Depositaria el instrumento público, otorgado en legal forma, en donde conste la donación la cual legitima al nuevo propietario, para que se proceda a efectuar la transferencia entre cuentas, la cual se rige por las normas aplicable a las transferencias entre cuentas en general.

#### 2.4.1.3 Transmisión por Causa de Muerte

Los valores representados mediante anotaciones en cuenta pueden transmitirse por causa de muerte,<sup>323</sup> esta forma de transmisión como es lógico no puede ser a través de negociaciones en bolsa, por lo que también constituye una excepción a la regla, para la transferencia de valores representados mediante anotaciones en cuenta.

Esta forma de transmisión se rige en principio por las normas del derecho común en cuanto fueren aplicables. La designación del nuevo titular

---

como acto entre vivos produce efectos desde que ha sido debidamente celebrado, y el donatario adquiere un derecho creditorio contra el donante. Las donaciones continúan siendo actos entre vivos aunque produzcan sus efectos después de la muerte.

<sup>322</sup> Al respecto el Art. 12 LAEV, establece que los valores anotados pueden transferirse o transmitirse fuera de bolsa a título gratuito, es decir pueden ser objeto de donación, pero siempre acorde a la naturaleza de las anotaciones en cuenta; lo que significa que los valores se transfieren fuera de la negociación en bolsa, pero no se sustraen de su medio natural de existencia que es precisamente la anotación en la cuenta de los participantes; siempre su transferencia será mediante anotación contable en el registro respectivo.

<sup>323</sup> Esta forma de transmisión ya fue tratada anteriormente en el Cáp. I de las Formas de Tradición de los Títulos Valores, por lo que en este aspecto nos limitaremos a describir como se realiza el proceso de transmisión.

de los Valores se puede constituir por testamento, de forma intestada conforme al derecho común, o mediante la designación de beneficiarios.<sup>324</sup>

La transmisión mediante el nombramiento de beneficiarios según el Manual de Operaciones de CEDEVAL. Cáp. III. lit. D, opera de la siguiente manera:

- En el contrato para abrir cuenta de depósito, cuyo titular sea una persona natural, puede contener el detalle de los beneficiarios del titular de la cuenta con su respectivo porcentaje de participación, que sumen en total el cien por ciento. Es responsabilidad del participante directo, notificar a CEDEVAL sobre el cambio de beneficiarios, si los hubiere. Si no se especifica el porcentaje para cada uno de los beneficiarios, se entiende que cada uno tiene partes iguales.
- Si el titular de la cuenta fallece, CEDEVAL transfiere a una cuenta a favor de cada uno de los beneficiarios el monto de los valores que les corresponde según el porcentaje designado. Para ello será necesario que la Casa Corredora de Bolsa, presente a CEDEVAL la certificación de la partida de defunción del titular y el contrato de Mandato para Administrar Valores con el nombre del beneficiario.
- Si no existen beneficiarios, el heredero puede disponer de los valores presentando la declaratoria de heredero definitivo otorgada por un notario o juez. En todo caso, CEDEVAL abre una cuenta de depósito a

---

<sup>324</sup> Sobre la designación de beneficiarios el Art. 62 de la LAEVC. establece que las personas naturales titulares de valores depositados, podrán designar uno o más beneficiarios a efecto que, a su fallecimiento, la Depositaria los anote en cuenta a favor de las personas que serán los nuevos titulares de los valores.

nombre del beneficiario y transfiere los valores, para lo cual el participante presenta la respectiva solicitud.

#### 2.4.1.4 Dación en Pago

En atención a lo que la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta en el Art. 13, inciso último, establece sobre la transferencia de valores sometidos a gravámenes, embargos u otras afectaciones, se estará a lo dispuesto en las reglas generales mercantiles y en su defecto, a las civiles, esta forma de transferencia, se hace a través de la cesión ordinaria de derecho.<sup>325</sup>

Dependiendo de la forma de cómo se haga la cesión, se define cual será su carácter, porque, cuando se hace por medio de un precio tiene el carácter de una venta, cuando es gratuita es donación, también puede hacerse a título de dación en pago, cediendo un derecho patrimonial, para la liquidación de una deuda; pero en este caso, se considera como una venta ya que la ley así lo establece.<sup>326</sup>

La cesión de derechos,<sup>327</sup> como figura jurídica, permite al acreedor a plazo que no podía reclamar nada a su deudor, recibir inmediatamente el

---

<sup>325</sup> Al respecto el Código Civil establece en el Art. 1484. que la cesión de bienes es el abandono voluntario que el deudor hace de todos los suyos a su acreedor o acreedores, cuando a consecuencia de accidentes inevitables, no se halla en estado de pagar sus deudas.

<sup>326</sup> URÍA. Op. Cit. Pág. 939. Para el autor, los títulos valores funcionan en el comercio como cosas, por tanto pueden ser objeto de negocios jurídicos y de derechos reales, de esta forma los títulos reciben el tratamiento jurídico de las cosas muebles, por tanto los títulos se compran, se venden, y se permutan, se transfieren y adquieren por sucesión *mortis causa* y por donación, pueden ser objeto de depósito, de transporte, de prenda o de usufructo y ser judicialmente embargados y enajenados en procedimiento de apremio.

<sup>327</sup> CHULIÁ, V.; Op. Cit. Pág. 936. Manifiesta el autor, que los títulos valores han contribuido a facilitar la circulación de los derechos. Frente a las dificultades que presenta la cesión de derechos, el título valor presenta como ventajas: 1º la descripción del derecho por el deudor; 2º la creación de un documento apto para múltiples transmisiones del derecho sin necesidad de notificarlas al deudor; 3º la conexión entre derecho y documento, de modo que sólo mediante la presentación de éste es exigible el

monto de su crédito, vendiéndolo, lo realiza inmediatamente, salvo deducción de los intereses o transfiriendo sus valores anotados a la cuenta del acreedor. Puede también pagar a su propio acreedor, cediéndole su derecho, en este caso, sobre un Título Valor desmaterializado (valor negociable) o sobre su cuenta de Valores, la cual representa un valor monetario que se da en pago.

Para que la cesión tenga validez jurídica se tiene que hacer cumpliendo ciertas formalidades y requisitos. Para que produzca efecto entre el cedente y el cesionario debe cumplir los siguientes requisitos:<sup>328</sup>

- I. La fecha en fue llevado a cabo.
- II. Certificado de Valores Anotados.<sup>329</sup>
- III. Constancia de legitimación.<sup>330</sup>

---

pago; 4º la promesa expresada por el emisor de pagar a cualquier tercero sin oponerle las excepciones personales derivadas de sus relaciones con el primer acreedor tomador del documento; y 5º el deudor no puede oponerle al tenedor del documento el pacto de no ceder estipulado con el acreedor, puesto que ha consentido la cesión.

<sup>328</sup> Establece el Art. 1691 C. que la cesión de un crédito personal a cualquier título que se haga, no tendrá efecto entre el cedente y el cesionario sino después de haberse llenado los requisitos formales.

<sup>329</sup> Según el Manual de Operaciones de CEDEVAl, en el capítulo III, lit. L, se establece que estos Certificados son títulos valores que representan la materialización de valores anotados, son a la orden (a excepción de las acciones que son nominativos), no son negociables pero tienen fuerza ejecutiva y pueden ser desmaterializados cuando sean entregados a CEDEVAl. Este tipo de certificados son emitidos únicamente a solicitud del Participante Directo que represente al titular, y cuando sea necesario para algún reclamo judicial de los derechos que las anotaciones en cuenta le otorgan. El Procedimiento para emisión de certificados comienza con una solicitud por escrito, del participante a CEDEVAl, para la emisión del Certificado, especificando la razón para la cual es necesaria la emisión del mismo; CEDEVAl verifica que los valores descritos en la solicitud, se encuentren en la cuenta respectiva, que correspondan a una misma emisión y que la cantidad no exceda de lo existente en el registro; si la solicitud procede, CEDEVAl emite el certificado con el importe y las características de los valores que ampara, los derechos que confiere, y los gravámenes o restricciones existentes; Se dan de baja los valores en el sistema; y una vez emitido, CEDEVAl entrega el certificado al participante.

<sup>330</sup> CEDEVAl extiende Constancias de Legitimación a los titulares de las Cuentas de Valores, a través del Participante Directo con quien abrió la cuenta, Para hacer constar la propiedad de los valores anotados o para hacer constar los derechos o afectaciones, gravámenes, embargos judiciales, gravámenes prendarios; y para legitimar al titular, también, transferir anotaciones en cuenta fuera de bolsa o constituir gravámenes. Los valores a los cuales se hace referencia en las constancias, quedan automáticamente inmovilizados desde el momento de la emisión de la constancia, es decir, que no se

- IV. El traspaso del derecho al cesionario.<sup>331</sup>
- V. Nombre y apellido.
- VI. Firma del cedente, de su mandatario o de su representante legal.<sup>332</sup>

## 2.4.2 Constitución de Gravámenes sobre Valores Negociables

El Art. 14 LAEVC, establece que la inscripción de los gravámenes sobre los valores desmaterializados, se efectuará en los términos establecidos por la Ley y las demás normas aplicables. Los gravámenes, embargos y otras afectaciones que recaigan sobre títulos valores, se sujetarán a las mismas regulaciones.

### 2.4.2.1 Prenda

La prenda de títulos valores se ubica dentro de los contratos mercantiles de garantía.<sup>333</sup> Estos contratos generan una obligación accesoria

---

permite ningún tipo de operación con dichos valores hasta que el plazo de la constancia haya caducado o haya sido cancelada, según el caso. Las constancias de legitimación para transferir anotaciones fuera de bolsa o constituir gravámenes y afectaciones, no tienen plazo definido, estas caducan hasta el momento que son presentadas a CEDEVAL para su respectiva cancelación o se utilizan para el propósito para el que fueron expedidas. La emisión de constancias de legitimación, se hace luego de concluida la sesión de negociación y terminado el proceso de compensación y liquidación de valores de un día, y antes del inicio de la negociación del siguiente día. La cancelación de las constancias es efectiva a partir de la presentación de la misma a CEDEVAL.

<sup>331</sup> La cesión de derechos se verifica por la entrega del título hecha por el cedente al cesionario con una nota que contenga los requisitos señalados, esta nota puede reemplazarse por un instrumento separado en que se haga constar la cesión, v. gr. Se puede otorgar en escritura pública; en el caso de no haber título, la tradición del derecho se opera por el otorgamiento de un instrumento en que se consigne el contrato de cesión.

<sup>332</sup> Estos requisitos, son los que establece el Art. 672 C. Para que produzca efectos la cesión entre los elementos personales participantes, pero, también hay otros que cumplir para que produzca efectos contra el deudor y contra terceros, estos requisitos son: la notificación hecha por el cesionario al deudor o la aceptación hecha por el mismo deudor, todo esto según el Art. 1692.C. Es importante mencionar que las disposiciones del Código Civil en el Capítulo I de los créditos personales, del Título XXV de la cesión de derechos; del Libro Segundo de los bienes, de su dominio, posesión, uso y goce; no se aplicarán a las letras de cambio, pagarés a la orden, acciones al portador y otras especies de transmisión que se rigen por el Código de Comercio o por leyes especiales.

<sup>333</sup> HERNADEZ GUTIERREZ, J.; *“La Prenda Mercantil”* Tesis para obtener el título de Doctor en Jurisprudencia y Ciencias Sociales, Universidad de El Salvador, San Salvador, noviembre 1973. Pág.

destinada a caucionar otra obligación principal. Los contratos mercantiles de garantía tienen su antecedente en su correspondiente figura de naturaleza civil, al igual que todo el Derecho Mercantil fuera en el pasado apéndice del Derecho Civil. Los contratos mercantiles de garantía son la Hipoteca, la Fianza y la Prenda.<sup>334</sup>

Se puede dar en prenda, es decir, se puede constituir prenda sobre todas las cosas muebles por naturaleza, y sobre los que la Ley de tal calidad, ya que esta habla de muebles, en general, sin hacer ninguna clase de distingos, teniendo que ser muebles enajenables, esto es, que tienen que estar dentro del comercio y ser capaces de asegurar o garantizar el cumplimiento de obligaciones presentes, futuras, simples, condicionales, modales, a termino, a plazo, etc.<sup>335</sup>

Se puede constituir prenda sobre las anotaciones en cuenta, asemejándose esta a la constitución de la prenda sobre los títulos valores nominativos, debido a que es necesario su registro; es menester tener presente que, respecto a las anotaciones en cuenta no hay distinción entre nominativas a la orden o al portador.

---

24. Según lo define el autor los contratos mercantiles de garantía son aquellas convenciones por las cuales uno o más comerciantes se obligan, para con otro u otros a dar, hacer o no hacer alguna cosa, en caso de incumplimiento de un contrato u obligación principal, como por ejemplo, el afianzamiento en general hecho para asegurar entre comerciantes el cumplimiento de un contrato mercantil principal. En algunos casos es posible que una de las partes del contrato no sea comerciante y éste conserva su calidad de mercantil, de acuerdo a la teoría moderna.

<sup>334</sup> Al respecto de la Prenda Mercantil, el Código de Comercio establece en el Art. 1525. que es mercantil la prenda constituida a favor de empresas cuyo giro ordinario comprenda el otorgamiento de créditos con garantía prendaria. También lo es la que se constituye sobre cosas mercantiles, dentro de estas se encuentran los Títulos Valores.

<sup>335</sup> RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; Op. Cit. Pág. 261. El autor establece al respecto de las cosas que pueden darse en prenda, que las únicas obligaciones cuyo cumplimiento no puede ser garantizado con prenda son las naturales.

Es importante destacar, que en el caso de los títulos valores desmaterializados, dada su naturaleza intangible es necesario que todos los actos que recaigan sobre ellos se encuentren debidamente documentados en los registros que se llevan para su adecuado control; así encontramos el Registro de Cuentas de Valores, el Registro de Emisiones y el Registro de Garantías que para el caso lo lleva CEDEVAL,<sup>336</sup> y es en este, donde tiene lugar la constitución de la prenda sobre anotaciones en cuenta.<sup>337</sup>

La prenda y otras restricciones que afecten los Valores, se inscriben en el Registro de Cuentas de Valores y se documenta en el Registro de Depósito de Emisiones; esta inscripción ocasiona automáticamente la restricción e inmovilización de los valores, de tal forma que no se permite ningún tipo de operación con ellos hasta que los valores hayan sido liberados. Al igual que el Registro de Cuentas, la actualización de los gravámenes está a cargo del Registrador.

El Procedimiento para la constitución de prenda de acuerdo al Manual de Operaciones de CEDEVAL, Capítulo III Registro Electrónico de Cuenta de Valores, es el siguiente:

- Se presenta el original del contrato de gravamen que se otorga ante notario para la constitución de la prenda;
- CEDEVAL registra la prenda y transfiere los valores a la cuenta de garantía que el acreedor previamente ha aperturado;

---

<sup>336</sup> Es importante mencionar que en esta parte no se pretende agotar el tema de los Registros ya que sobre este punto ahondaremos mas adelante.

<sup>337</sup> El Art. 41 de la LAEVC establece la posibilidad de constituir prenda sobre los valores representados mediante anotaciones en cuenta, inscribiendo en el Registro de Cuentas de Valores el contrato de gravamen que se otorgue ante notario. La cual equivaldrá a un endoso en prenda. La constitución de la prenda de los títulos valores se encuentra regulada en los Arts. 668, 1525, 1531 del Código de Comercio.

- Si hubiere algún error en el documento que respalda la prenda u otra situación que impida la inscripción de la prenda, se solicita asesoría legal para proceder según el caso específico que se presente.

El Registro de Garantías, tiene el propósito de registrar en una cuenta especial denominada cuenta de garantía,<sup>338</sup> donde constan todos aquellos valores que el titular de la cuenta ha recibido en garantía. Estos valores quedan restringidos para cualquier negociación en Bolsa.

La cuenta de garantía es la cuenta de un Participante, en la que se asientan cargos y abonos efectuados con valores sujetos a gravamen prendario, a favor del dueño de la cuenta. En este tipo de cuentas, CEDEVAL tiene las siguientes obligaciones:

- a. Impone las limitaciones que las disposiciones legales determinen;
- b. Restringe o bloquea los valores en el registro de cuenta;
- c. Incrementa la posición de la cuenta de garantía con depósitos efectuados por el Participante que constituyo la prenda;
- d. Inmoviliza los valores dados en garantía. Solo se permiten transferencia por cambio de participante, deposito para el incremento de la garantía y el retiro definitivo (en caso de valores físicos).

Mediante la Inscripción de Garantías, CEDEVAL proporciona a los participantes la posibilidad de otorgar en prenda a un tercero los valores depositados. Esto puede hacerse para garantizar financiamientos o

---

<sup>338</sup> Según el Art. 2 del Reglamento General de CEDEVAL, una Cuenta de Garantía es: una cuenta en que se abonan valores a fin que su negociación sea restringida, en virtud de los mismos, su titular garantiza mediante prenda constituida de conformidad al Art. 41 de la Ley de Anotaciones, ya sean operaciones de bolsa u obligaciones de naturaleza contractual extra-bursátiles.

préstamos de valores o en general, para que los participantes puedan conceder a un tercero, un interés colateral sobre los valores en depósito.<sup>339</sup>

Al respecto de la clasificación de la prenda, siendo la prenda sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta, análoga a la prenda de títulos valores, es una clase de prenda con desplazamiento.<sup>340</sup>

La Ley equipara la inscripción de la prenda sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta en el registro respectivo con el endoso en prenda, y además establece que la entrega de la prenda se realiza mediante el traspaso de la cuenta del deudor a la del acreedor o a la cuenta de valores en garantía que la Depositaria lleva al efecto.<sup>341</sup>

Para acreditar la existencia de la prenda sobre anotaciones en cuenta CEDEVAL expide constancias de legitimación a los terceros interesados que quieran comprobar la existencia de este tipo de gravamen.<sup>342</sup>

---

<sup>339</sup> Según el Manual de Operaciones de CEDEVAL Capítulo I Servicios y Participantes, la inscripción de garantías es parte de las operaciones realizadas por CEDEVAL las cuales están orientadas a ofrecer un conjunto de servicios esenciales relacionados al depósito, custodia y administración de valores. Dichos servicios son ofrecidos a casas de corredores de bolsa, bancos, compañías de seguro, administradoras de fondos de pensión, fondos de inversión, bolsas de valores y en general a los emisores e intermediarios o inversionistas existentes en el mercado de valores.

<sup>340</sup> HERANDEZ GUTIERREZ, J.; Op. Cit. Pág. 86. Para el autor la prenda de títulos valores en un caso de prenda con desplazamiento, que se constituye mediante el endoso en garantía del documento que contiene el título valor que se de en prenda, lo cual basta si se trata de títulos valores a la orden, pero si son nominativos, la operación deberá acompañarse de registro en los libros de la entidad emisora.

<sup>341</sup> Al respecto el Art. 41 LAEVC establece que sobre los valores representados mediante anotaciones en cuenta podrá constituirse prenda, inscribiendo en el Registro de Cuentas de Valores el contrato de gravamen que se otorgue ante notario.

<sup>342</sup> El Art. 43 LAEVC establece que las constancias de legitimación también podrán expedirse a terceros interesados, que quieran acreditar la existencia de embargos judiciales, la constitución de gravámenes o de cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro.

El procedimiento para la emisión de constancias de acuerdo al Manual de Operaciones de CEDEVAL Cáp. III Registro Electrónico de Cuenta de Valores, lit. L, No 1, es el siguiente:

- I. El participante directo solicita por escrito a CEDEVAL la emisión de constancias, especificando la razón para la cual se emite y el plazo si aplica;
- II. Si la solicitud de emisión de la constancia no procede, CEDEVAL notifica al participante por escrito en un plazo máximo de quince días hábiles especificando la razón;
- III. Si la solicitud procede, CEDEVAL emite la constancia y los valores quedan automáticamente inmovilizados;
- IV. CEDEVAL entrega la constancia al Participante;
- V. Al vencimiento del plazo de la constancia, los valores quedan automáticamente liberados o a su devolución al presentar el documento de transferencia.

Para la liberación de valores pignorados de acuerdo al Manual de Operaciones de CEDEVAL Cáp. III Lit. I, No 4; se procede con la presentación de la escritura en donde se cancele la constitución de la prenda, CEDEVAL transfiere los valores al deudor prendario o se transfieren al acreedor prendario en caso de adjudicación judicial, dación en pago, transacción y demás casos procedentes, para lo cual es necesario que se presente a CEDEVAL los documentos que hagan constar que el acreedor es el nuevo propietario de los valores.

#### 2.4.2.2 Embargo

Según el art. 36 LAEVC y Capítulo III, lit I del Manual de Operaciones de CEDEVAL, los gravámenes embargos y otras restricciones que afecten los valores se inscriben en el Registro de Cuentas de Valores y se

documenta en el Registro de Depósito de Emisiones; esta inscripción ocasiona automáticamente la restricción e inmovilización de los valores, de tal forma que no se permite ningún tipo de operación con ellos hasta que los valores hayan sido liberados o mandados a pública subasta.

Además, el mismo Art. 36 in fine, LAEVC. Establece que las anotaciones en cuenta también podrán someterse a otras restricciones consistentes en medidas cautelares o preventivas establecidas por las leyes de la República, como la anotación preventiva de la demanda en juicios de familia o el congelamiento de cuentas por investigaciones sobre lavado de dinero. La actualización de los gravámenes está a cargo del Registrador.

La Depositaria deberá informar a las Bolsas sobre los valores embargados, gravados o cuya negociación se ha restringido, desde que reciba dicha notificación, la Bolsa deberá rechazar todas las operaciones de negociación que sobre los mismos se propongan o concierten, y si le aparece alguna transferencia contractual, sucesoral o judicial, la Depositaria la registrará hasta que todos los gravámenes o embargos presentados se cancelen o liberen.

Procedimiento para la constitución de embargos:

- I. Se presenta a CEDEVAL el original del oficio judicial que contenga el mandamiento del embargo;
- II. CEDEVAL procede al registro del embargo y transfiere los valores a la cuenta del depositario que se ha nombrado judicialmente. Si el depositario nombrado es CEDEVAL, los valores se transfieren a una cuenta de terceros que CEDEVAL apertura para dicho fin;

III. En el caso de valores físicos nominativos, CEDEVAL notifica al emisor sobre el embargo de los valores; si se presentan dos o más embargos sobre un mismo valor, CEDEVAL los anota en el orden que fueron recibidos, y son liberados según se reciben los oficios judiciales que ordenan el desembargo.

Finalmente, si procediera la subasta pública de los valores negociables en Bolsa que estén embargados, esta se hará a través de mandato judicial, en las sesiones de negociación de una Bolsa, a través de la Casa que el depositario designe.

Si la subasta, no tuviera ningún postor o comprador, el acreedor, podrá pedir al juez respectivo, que se adjudiquen en pago los Valores anotados, si el juez accediere, este ordenará dicho acto y será con la certificación de la resolución que se emita, que se inscribirán o aperturará una cuenta, al nuevo dueño en la central de depositaria, y si ya tuviere una, se transferirán a su cuenta los Valores anotados, que le han sido adjudicados en pago

#### **2.4.3 Inembargabilidad de Valores en Administración**

De acuerdo al Art. 34 LAEVC, los valores que la Depositaria tenga en administración y el resultado del ejercicio de los derechos inherentes a los mismos, no podrán ser embargados en ningún caso por obligaciones de la Depositaria y no podrá ejercer acto alguno de disposición sobre los valores que tenga en administración, sino únicamente los que sean propios del mandato de administración que desempeña.

## **CAPITULO III**

### **TITULOS VALORES DESMATERIALIZADOS Y LOS ASPECTOS BÁSICOS DE SU NEGOCIABILIDAD**

Sumario: CAPITULO III.3.1 SISTEMAS Y MERCADOS FINANCIEROS. 3.1.1 Concepto y Denominación de Mercado de Capitales. 3.1.2 Importancia del Mercado de Capitales en la Economía Nacional. 3.2 ENTES QUE INTERVIENEN EN LAS OPERACIONES REALIZADAS MEDIANTE TITULOS VALORES DESMATERIALIZADOS. 3.2.1 La Bolsa de Valores 3.2.2 Las Casas Corredoras de Bolsa. 3.2.3 Emisores. 3.2.4 Inversionista. 3.2.5 La Superintendencia de Valores. 3.2.6 Las Clasificadoras de Riesgo. 3.2.7 La Central de Depósito de Valores. 3.2.8 Auditores Externos. 3.2.9 Bancos Liquidadores. 3.3 FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO Y BOLSA DE VALORES. 3.3.1 Mercado de Valores. 3.3.2 Bolsa de Valores. 3.4 FORMA DE NEGOCIACION DE LOS TÍTULOS VALORES DESMATERIALIZADOS. 3.4.1 Negociación Electrónica. 3.4.2 Negociación a Viva Voz. 3.5 REGISTROS BURSÁTILES. 3.5.1 Registro Público Bursátil. 3.5.2 Registro Electrónico de Depósito de Emisiones. 3.5.3 Registro Electrónico de Cuentas de Valores. 3.6 PRINCIPIOS REGISTRABLES APLICABLES A LOS REGISTROS BURSÁTILES. 3.7 SISTEMAS DE SEGURIDAD DE LA BOLSA DE VALORES Y DE CEDEVAL. 3.7.1 Bolsa de Valores. 3.7.2 Central de Depósito de Valores (CEDEVAL). 3.8 MATERIALIZACIÓN DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA.

#### **3.1 SISTEMAS Y MERCADOS FINANCIEROS**

El sistema financiero esta conformado por el conjunto de Instituciones bancarias, financieras y demás empresas e instituciones de derecho público o privado, debidamente autorizadas por la Superintendencia del Sistema Financiero, que operan en la intermediación financiera<sup>343</sup> (actividad habitual desarrollada por empresas e instituciones autorizada a captar fondos del público y colocarlos en forma de créditos e inversiones).<sup>344</sup>

---

<sup>343</sup> HERNANDEZ, C.; “*Sobre el Sistema Financiero en El Salvador*”, Trabajo Inédito, El Salvador, 2001. Pág. 2 Para el autor el sistema capitalista, tiene en el sistema financiero, el rector de la economía que sigue las indicaciones del mercado. Es un rector condicionado y determinado por el funcionamiento del mercado, pero, valga la aparente redundancia, incide también determinando y condicionando el funcionamiento del mercado. Por ejemplo, las crisis bursátiles, provienen tanto de crisis de sobreproducción, de períodos recesivos de los ciclos económicos, como de expectativas racionales e irracionales, económicas y no económicas, de banqueros y empresarios, de fenómenos políticos que ocasionan contracciones o expansiones en mercados de productos, trabajo y capitales.

<sup>344</sup> MOYA ARJONA, F.; “*Sistema Financiero Español*”, Trabajo Inédito, España, 1999. Pág. 4. Para el autor el Sistema Financiero se define como el conjunto de instituciones cuyo objetivo es canalizar el excedente que generan las unidades de gasto con superávit para encauzarlos hacia las unidades que tienen déficit. La transformación de los activos financieros emitidos por las unidades inversoras en activos financieros indirectos, más acordes con las demandas de los ahorradores, es en lo que consiste la canalización. Esto se realiza principalmente por la no coincidencia entre unidades con déficit y unidades con superávit, es decir, ahorradores e inversores. Del mismo modo que los deseos de los inversores y ahorradores son distintos, los intermediarios han de transformar estos activos para que sean más aptos a los últimos. La eficiencia de esta transformación será mayor cuanto mayor sea el flujo de recursos de ahorro dirigidos hacia la inversión. El que las distintas unidades económicas se posicionen como excedentarias o deficitarias podrá ser debido a razones como: la riqueza, la renta

El Sistema Financiero es el conjunto de instituciones encargadas de la circulación del flujo monetario y cuya tarea principal es canalizar el dinero de los ahorristas hacia quienes desean hacer inversiones productivas. Las instituciones que cumplen con este papel se llaman Intermediarios Financieros o Mercados Financieros.

Un Mercado Financiero es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compran y venden activos financieros. Su finalidad es poner en contacto a oferentes y demandantes de fondos y determinar los precios justos de los activos financieros.

La transformación de los activos financieros, emitidos por las unidades inversoras en activos financieros indirectos, más acordes con las demandas de los ahorradores, es en lo que consiste la canalización. Esto se realiza principalmente por la no coincidencia entre unidades con déficit y unidades con superávit, es decir, ahorrador e inversor.<sup>345</sup>

El que las distintas unidades económicas se posicionen como excedentarias o deficitarias podrá ser debido a razones como: la riqueza, la renta actual y la esperada, la posición social, si son unidades familiares o no lo son, la situación económica general del país y los tipos de interés (las variaciones de estos puede dar lugar a cambios en los comportamientos en las unidades de gasto). Para resumir, el sistema financiero lo forman:

---

actual y la esperada, la posición social, si son unidades familiares o no lo son, la situación económica general del país y los tipos de interés.

<sup>345</sup> ANIDO, D.; *“El Mercado de Capitales: Algunos Aspectos Conceptuales”* Trabajo Inédito, Universidad de los Andes Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Escuela de Administración y Contaduría. Mérida, Venezuela, 1996. Pág. 10. Según el autor del mismo modo que los deseos de los inversores y ahorradores son distintos, los intermediarios han de transformar estos activos para que sean más aptos a los últimos. La eficiencia de esta transformación será mayor cuanto mayor sea el flujo de recursos de ahorro dirigidos hacia la inversión.

- Las instituciones (autoridades monetarias y financieras entre ellas)
- Activos financieros que se generan.
- Los mercados en que operan.

Estos mercados financieros se clasifican en mercado de dinero y mercado de capitales, es decir los mercados financieros son más amplios que los mercados de capitales que son una subespecie de estos; ya que los mercados financieros abarcan toda la gama de actividades que se desarrolla dentro del sistema financiero y el mercado de capitales se limita a contener los activos financieros de mediano y largo plazo, es importante mencionar que el mercado financiero esta principalmente integrado por los intermediarios financieros bancarios.

### **3.1.1 Concepto y Denominación de Mercado de Capitales**

Los mercados financieros se clasifican de acuerdo a los plazos de sus activos financieros<sup>346</sup> en dos categorías:

- Mercado de Dinero: es el mercado de los activos financieros de corto plazo.

---

<sup>346</sup> LUNA RODRIGUEZ, R.; *“Aspectos Jurídicos de los Contratos de Bolsa y su Normativa en la Ley Reguladora del Mercado de Valores”*, Trabajo Inédito, Universidad de Costa Rica, 1994. Pág. 10. Para el autor el sistema financiero se divide en dos tipos de mercado, por una parte el Mercado de Dinero o Monetario; y el Mercado de Capitales. Respecto al primero, se desarrolla a través de una actividad crediticia a corto plazo de las empresas tanto en el Sector Público como en el Privado, y donde se utilizan generalmente como medios de pago títulos cambiarios como letras de cambio, cheques, pagaré o aceptaciones bancarias. El mercado de capitales comprende las transacciones de largo plazo con el propósito de financiar activos fijos y proyectos que se materializan a través de créditos obtenidos directamente de los intermediarios financieros o mediante la colocación de títulos valores de deuda como los bonos, o de capital como las acciones.

- Mercado de Capitales: es el mercado de los activos financieros de mediano y largo plazo.

El Mercado de Dinero es aquel en el que se comercian instrumentos de deuda de bajo riesgo y alto grado de liquidez. Se define el Mercado de Dinero como la actividad crediticia que se realiza con operaciones de corto plazo para el financiamiento del capital de trabajo de las empresas.

El objetivo principal del Mercado de Dinero es unir al conjunto de oferentes y demandantes de dinero, conciliando las necesidades del público ahorrador con los requerimientos de financiamiento para proyectos de inversión o capital de trabajo por parte de empresas privadas y el gobierno. En lo general, se comercian instrumentos financieros de corto plazo que cuentan con suficiente liquidez.

El mercado de dinero también es llamado Mercado Monetario, Mesa de Dinero o Money Market, en inglés. Dentro de él se incluyen las operaciones de Reportos y las negociaciones de títulos de deuda de corto plazo (menos de un año de vencimiento), como por ejemplo: los Papeles Bursátiles del BMI, las Letras del Tesoro (Letes) de los Gobiernos, los Certificados Negociables de Liquidez (CENELIS) del BCR.<sup>347</sup>

---

<sup>347</sup> LEON, E.; “*Datos Importantes sobre la Bolsa de Valores*” en Revista Internacional Gestipolis, El Salvador. 2000. pág. 6. La autora clasifica a los mercados de acuerdo al plazo en: Mercado de Dinero y Mercado de Capitales. El mercado de dinero realiza aquella actividad financiera que fomenta el crédito de corto plazo. Sus instituciones principales son los Bancos Comerciales nacionales e internacionales, los cuales se encargan del desarrollo de este mercado a nivel local como regional. El mercado de capitales es aquella actividad financiera que fomenta el crédito de mediano plazo y principalmente de largo plazo. Sus instituciones principales son los Bancos de Desarrollo, Bancos Hipotecarios, Instituciones de Vivienda, y especialmente las Bolsas de Valores.

El mercado de capitales<sup>348</sup> es aquella actividad financiera que fomenta el crédito de mediano plazo y principalmente de largo plazo. Es el mercado en el que se negocian las necesidades de financiamiento e inversión de mediano y largo plazo, e incluye tanto títulos de deuda (certificados de inversión, bonos, eurobonos, etc.) como de capital (acciones).<sup>349</sup>

---

<sup>348</sup> RAMIREZ, M.; “*Mercados Financieros*”, 1ª ed. Asociación de Bancos de México, México D.F., 2005, Pág. 11. El autor establece que el mercado de capitales tiene los siguientes objetivos: Facilitar la transferencia de recursos de los ahorradores o agentes con exceso de liquidez, a inversiones en el sector productivo de la economía; Asignar de forma eficiente recursos a la financiación de empresas del sector productivo; Reducir los costos de selección y asignación de recursos a actividades productivas; Posibilitar la diversificación del riesgo para los agentes participantes; Ofrecer una amplia variedad de productos con diferentes características como plazo, riesgo y rendimiento de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los agentes participantes del mercado; Posibilitar la democratización de la tenencia de capital; Crear nuevas instituciones que permitan canalizar los recursos financieros de la sociedad a la inversión. Para que tales objetivos lleguen a materializarse, se requiere entre otras cosas que estén presentes dos condiciones esenciales: a) que exista simetría en la información a la que acceden los inversionistas, y b) que los tenedores de fondos perciban que sus rendimientos serán superiores a las restantes alternativas de inversión. Caso contrario, el mercado no será eficiente.

<sup>349</sup> ANIDO, D.; Op. Cit. Pág. 3. Para el autor, un mercado de capitales es un sistema por el cual pueden satisfacerse las necesidades de las empresas, obteniéndose los recursos a través de bonos, papeles comerciales o abriendo su capital a través de la emisión de acciones en las Bolsas de Valores. Así mismo, corrientemente bonifica a los inversionistas con tasas de retorno mayores, en cuanto a la renta fija, y la posibilidad de altos rendimientos a corto y mediano plazo en renta variable. En otros términos, puede definirse como el punto de concurrencia de fondos provenientes del ahorro y de demandantes que los solicitan, a fin de destinarlos a inversiones de corto y mediano plazo. En consecuencia, como mercado recoge alta proporción del ahorro de la colectividad, para dirigirlo a la industria y agricultura principalmente. Junto con el sistema bancario, el Mercado de Capitales constituyen las dos fuentes alternativas de financiamiento para las empresas, las que pueden ser competitivas, substitutivas o complementarias entre sí. Sin embargo, al ser el Mercado de capitales quien financia a las empresas, se establece un elemento de contención para fenómenos muy particulares dentro de los mercados monetarios y financieros: la inflación y la fuga de capitales. Es, en consecuencia, el encargado de asignar el recurso o factor de producción, capital, a las distintas actividades económicas, como asigna el trabajo el mercado laboral. El Mercado de capitales se subdivide en mercado de títulos valores, también denominado mobiliario, y mercado inmobiliario. Véase al respecto JIMENEZ, E.; Y FLORES, M.; Op. Cit. Pág. 24. En donde los autores, definen el Mercado de Capitales como aquel en el que las sumas ahorradas se concentran y se canalizan hacia empleos donde permanecen inmovilizados durante un largo período. Por su parte MORLES HERNÁNDEZ, A.; “*Curso de Derecho Mercantil*”. 1ª ed. Ed. Sucre, Caracas, Venezuela, 2000. Pág. 23. Define el mercado de capitales como el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, aquellos de mediano y largo plazo destinados a financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario, los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a la inversión.

El mercado de capitales pone a disposición de las entidades financieras los medios idóneos para el aumento de su capital, o bien para la obtención de dinero que se comprometen a devolver a mediano o largo plazo, generalmente por montos importantes, solucionando, el problema de los topes bancarios, de sus plazos máximos y de las altas tasas de interés.

El mercado de capitales está dividido en intermediado, cuando la transferencia de los recursos de los ahorradores a las inversiones se realiza por medio de instituciones tales como bancos, corporaciones financieras, etc. y no intermediado (o de instrumentos) cuando la transferencia de los recursos se realiza directamente a través de instrumentos.

A su vez el mercado de capital se subdivide en Mercado Crediticio y Mercado de Valores. En esta subdivisión entendemos por Mercado Crediticio en el que se desarrolla un mercado entre entidades de crédito e inversores, en donde aquellos utilizan los recursos depositados por particulares y empresas.<sup>350</sup>

### **3.1.2 Importancia del Mercado de Capitales en la Economía Nacional.**

En todo el mundo, el mercado de capitales tiene una importancia económica fundamental, porque es movilizador de grandes volúmenes de

---

<sup>350</sup> JIMENEZ, E. y FLORES, M.; Op. Cit. Pág. 36. Según los autores el mercado de capitales se divide en Mercados Monetarios: los que se caracterizan por pedir prestado y por prestar grandes cantidades de dinero durante períodos cortos. Mercados de Deuda: se caracterizan por utilizar instrumentos que generalmente pagan interés durante un período fijo de préstamo, por este motivo, estos mercados se conocen también por mercados de renta fija, en el que los préstamos son a medio y largo plazo; y Mercados de Acciones: en estos mercados los préstamos también son a mediano y largo plazo, pero en este caso no se paga interés al prestamista. En su lugar, la sociedad que pide el dinero prestado emite acciones para los inversores, en este caso accionistas que se convierten en propietarios parciales de la sociedad.

inversión, posibilitando, además, la presencia de pequeños inversores o ahorristas que de otra manera no podrían pensar en acceder a coparticipar en los riesgos y los beneficios de los grandes emprendimientos empresariales.<sup>351</sup>

El Mercado de Capitales aparecido por la creciente necesidad de financiar el ascendente volumen de inversiones de las distintas economías nacionales, particularmente vista como una necesidad de las empresas privadas, el objetivo primordial del mercado de capitales es el facilitar la colocación del ahorro interno en manos de los agentes excedentarios en manos de los deficitarios como las empresas.

Dado que el crédito a largo plazo es más costoso que la emisión de acciones, por tener implícita mayor proporción de riesgo, el mercado de capitales funge como el sistema de intermediación donde los empresarios minimizan su costo de capital o de financiamiento.<sup>352</sup>

Entre las funciones que desempeña un mercado de capitales bien organizado dentro de una economía se encuentran las relacionadas con:

- La asignación de recursos.<sup>353</sup>
- La provisión de capitales de riesgo.

---

<sup>351</sup> RADRESA, E.; *“Bolsas y Contratos Bursátiles”*, 1ª edición, Editorial Depalma, Buenos Aires. 1995. Pág. 2. Para el autor la significación de este mercado tiene que ver también con el protagonismo que ha ido adquiriendo la empresa en el mundo moderno, hasta el punto de que se ha transformado en un referente necesario tanto de las teorías económicas como de las políticas.

<sup>352</sup> Somos de la opinión, que los principales beneficiarios del mercado de capitales son los corredores, las empresas, los bancos, los inversionistas y las economías nacionales.

<sup>353</sup> RAMIREZ, M.; Op. Cit., Pág. 13. Según el autor al posibilitar la democratización de la tenencia de capital, se otorga la oportunidad a pequeños y medianos ahorristas para accedan a la participación en cualquier empresa. Además el mercado de capitales tiene como objetivo lograr que cada vez más, un número creciente de empresas se incorporen a la oferta pública, de manera tal que existan en el mercado una gama diversa de posibilidades de inversión, así como proteger al inversionista minoritario (pequeño y mediano).

- Las necesidades de recursos de largo plazo de las empresas; y
- La garantía de liquidez.

## **3.2 ENTES QUE INTERVIENEN EN LAS OPERACIONES REALIZADAS MEDIANTE TITULOS VALORES DESMATERIALIZADOS**

### **3.2.1 La Bolsa de Valores**

La Bolsa de Valores es una sociedad anónima de capital variable que facilita las transacciones con valores y procura el desarrollo del mercado bursátil.<sup>354</sup> Se encuentra regulada en el Art. 21 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores, y es vigilada por la Superintendencia de Valores.

Las Bolsas de Valores son instituciones que con su actividad de facilitar la compra y la venta de títulos valores, acercan la oferta de recursos de quienes los tienen, con la demanda de quienes los necesitan, promoviendo el ahorro interno, para canalizarlo hacia actividades necesarias y sociales del sector público y hacia las actividades productivas del sector privado.<sup>355</sup>

---

<sup>354</sup> FERNANDEZ, F.; et al “*Bolsa de Valores*”, Trabajo Inédito, Universidad de Caracas, Venezuela 2001, Pág. 12. Los autores definen las bolsas de valores como mercados organizados y especializados, en los que se realizan transacciones con títulos valores por medio de intermediarios autorizados, conocidos como Casas de Bolsa ó Puestos de Bolsa. Las Bolsas ofrecen al público y a sus miembros las facilidades, mecanismos e instrumentos técnicos que facilitan la negociación de títulos valores susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta. Dependiendo del momento en que un título ingresa al mercado, estas negociaciones se transarían en el mercado primario o en el mercado secundario.

<sup>355</sup> HIDALGO QUEHL, G.; Op. Cit. Pág. 4. Para el autor físicamente las Bolsas de Valores son mercados como cualquier otro, pero con características especiales por las personas que en ellos intervienen y por la mercadería que allí se vende. Su rasgo distintivo es permitir en un solo lugar la concentración del mercado de títulos valores, facilitando de esa manera, dentro de un sistema supervisado y ordenado, la verdadera realización de la ley de la oferta y la demanda, o sea la promoción y la obtención de los mejores y verdaderos precios de mercado a favor de todo el público, a los costos más bajos posibles para los emisores. Según lo definió el presidente de la Bolsa de Valores de El Salvador Rolando Duarte Shlageter, en conferencia “Conociendo el Mercado Bursátil y su

En nuestro país existe solamente una Bolsa de Valores, lo cual no excluye que en un futuro pueda ser creada otra, ya que la ley así lo permite.

### 3.2.1.1 Función de la Bolsa de Valores

Las principales funciones de las Bolsas de Valores comprenden el proporcionar a los participantes información veraz, objetiva, completa y permanente de los valores y las empresas inscritas en la Bolsa, sus emisiones y las operaciones que en ella se realicen, así como supervisar todas sus actividades, todo con estricto apego a los principios de: Equidad, Seguridad, Transparencia, Análisis, Competitividad y Liquidez bursátil.

Las principales características de una Bolsa de Valores son:

- Poner en contacto a las empresas con las personas que ahorran.
- Proporcionar liquidez al crear un mercado de compraventa.
- Permitir a los pequeños ahorradores acceder al capital de grandes sociedades.
- Servir como índice de la evolución de la economía.
- Determinar el precio de las sociedades a través de la cotización.
- Proporcionar protección frente a la inflación, al obtenerse normalmente unos rendimientos mayores que otras inversiones.<sup>356</sup>

---

Importancia en el Desarrollo Económico” en San Salvador, El Salvador el 27 de abril de 1999. Una Bolsa de Valores es un sistema organizado y controlado que promueve el ahorro e inversión al público, acercando la oferta de recursos con la demanda de éstos y canalizándolos hacia servicios y actividades productivas, es un lugar donde se intercambian activos financieros y se fijan sus precios.

<sup>356</sup> GARCIA-PITA y LASTRES, J.; Op. Cit. Pág. 1527. El autor explica que estas características no existen en el mercado extra-bursátil, o sea aquél que tiene lugar fuera de Bolsa, en donde los mercados no tienen regulaciones especiales. En los mercados extra-bursátiles los vendedores de títulos valores tienen que buscar compradores en cualquier lugar, vender sus títulos a los precios que unilateralmente les ofrezca un potencial comprador, lo que no les garantiza compensación ni liquidación ordenadas.

### 3.2.1.2 Composición del Mercado

a. **Mercado Primario:** Se relaciona con la Colocación Inicial de Valores. Los inversionistas adquieren directamente de los emisores, a través de una Casa de Corredores de Bolsa, los valores ofrecidos al público por primera vez, recibiendo directamente el emisor, los recursos que requiere. Es decir que en este mercado se realiza la Primera Venta de los valores del emisor para el inversionista.<sup>357</sup>

b. **Mercado Secundario:** Comprende las ventas sucesivas de Valores, una vez éstos han sido negociados en Mercado Primario y/o Mercado Secundario. Es una Reventa de los valores adquiridos con anterioridad, es decir que los inversionistas que posean valores, pueden venderlos a otros inversionistas antes que los valores en cuestión venzan.

c. **Mercado de Reportos:** En éste mercado se realizan las operaciones de Reporto.<sup>358</sup>

---

<sup>357</sup> La Ley del Mercado de Valores en el Art. 5 define el mercado primario como aquel en que los emisores y los compradores participan directamente o a través de casas de corredores de bolsa, en la compra y venta de los valores ofrecidos al público por primera vez.

<sup>358</sup> Según lo establece el Código de Comercio en los arts. Art. 1159 y sgs. A través del contrato de reporto, el reportador adquiere, por una suma de dinero, la propiedad de títulos valores y se obliga a transferir al reportado la propiedad de igual número de títulos de la misma especie y sus accesorios, en el plazo convenido, contra reembolso del mismo precio más un premio. Si los títulos son a la orden, el reporto se perfecciona por la entrega de ellos al reportador, debidamente endosados; seguido de su registro en los libros del emisor, si son nominativos; y al portador, bastará la simple entrega material. Este contrato debe constar por escrito, expresándose el nombre del reportador y del reportado, la especie de títulos dados en reporto y los datos necesarios para su identificación, el plazo del contrato, el precio y el premio pactados. Sobre este contrato, la Guía Informativa sobre Productos Bursátiles emitida por la BVES, lo describe como un préstamo de Corto Plazo, entre 2 y 45 días, en el que se transfiere temporalmente, valores como garantía. Al inicio de la operación, se pacta el plazo de la misma así como el rendimiento que pagará. Al finalizar el plazo de la operación, la persona que prestó el dinero recibe el importe del préstamo más el rendimiento previamente pactado, y transfiere nuevamente los valores a su dueño.

### 3.2.2 Las Casas Corredoras de Bolsa

Las Casas Corredoras de Bolsa son Sociedades Anónimas, autorizadas y supervisadas por la Bolsa de Valores y por la Superintendencia de Valores. Prestan servicios de asesoría en materia de operaciones bursátiles a los emisores y a los inversionistas. Actúan como intermediarios en la negociación de los títulos valores, efectuando todas las transacciones de compra y venta por medio de la Bolsa de Valores.

Se encuentran reguladas en el Art. 12 de la Ley del Mercado de Valores, así como por diferentes instructivos y reglamentos emitidos por la Bolsa de Valores, entre los cuales destaca el Instructivo: Casas de Corredores de Bolsa y Agentes Corredores de Bolsa el cual contiene las regulaciones sobre las obligaciones que estos tienen.<sup>359</sup>

Los servicios que ofrecen las casas corredoras de bolsa son los siguientes:

- **Intermediación:** Compra y venta de valores debidamente registrados por cuenta de terceros.
- **Administración de Cartera:** Integrada por aportes del público que son invertidos en forma colectiva en depósitos y valores de empresas autorizadas.

---

<sup>359</sup> El instructivo Casas de Corredores de Bolsa y Agentes Corredores de Bolsa, fue aprobado por la Junta Directiva de la Bolsa de Valores en sesión JD-23/2000, celebrada el 31 de octubre del año 2000; fue modificado en Junta Directiva Número JD-32/2001, celebrada el 18 de diciembre de 2001 y las modificaciones entraron en vigencia a partir del 1 de enero de 2002 y fue modificado nuevamente en sesión JD-10/2006 del 2/5/2006. Además de este instructivo existen otros que contienen algunas disposiciones relacionadas como los siguientes: Colocaciones en Bolsa, Ética Bursátil, Emisión de Valores, Información Bursátil y Operatividad Bursátil.

- **Asesoría:** Orientar al Público opciones de inversión y proporcionar información financiera y económica de empresas autorizadas y características de los valores.

### 3.2.3 Emisores

Los emisores son sociedades mercantiles poseedoras de empresas que, cumpliendo las disposiciones normativas correspondientes, ofrecen al Mercado de Valores los títulos representativos de su capital social, es decir las acciones, o los valores que amparan un crédito colectivo a su cargo, como los bonos.

Para resguardar el interés de los inversionistas, las empresas emisoras proporcionan periódicamente la información financiera y administrativa que permita estimar sus rendimientos probables y la solidez de sus títulos.<sup>360</sup>

También el Estado es emisor al colocar los diferentes títulos de deuda pública, lo cual debe hacerlo de acuerdo a las leyes, reglamentos e instructivos que regulan los diferentes tipos de títulos que se emiten.<sup>361</sup>

---

<sup>360</sup> TOLEDO GONZÁLEZ, V.; Op. Cit. Pág. 26. Para el autor el emisor, como parte del proceso desmaterializador, es la entidad o empresa que coloca sus valores o instrumentos a la venta a través del mercado bursátil, con el fin de captar los ahorros del público para financiar sus inversiones u obtener capital de trabajo, para cuyo efecto emite títulos de capital y/o deuda.

<sup>361</sup> Según el Manual del Emisor emitido por la BVES de manera general, se le llama Empresa Emisora o Emisor a aquella empresa que vende en el mercado de valores sus bonos o acciones para el desarrollo de nuevos proyectos. Estas empresas emisoras pueden ser de origen privado como bancos, Empresas de Servicio, Conglomerados Financieros, Empresas de Telecomunicación, Constructoras, etc., o de origen público como el Gobierno de El Salvador, el Banco Central de Reserva, el Fondo Social para la Vivienda, el Ministerio de Hacienda, etc.

Los Emisores o Empresas Emisoras son aquellas empresas inscritas en la Superintendencia de Valores y en la Bolsa de Valores, que necesitan recursos para financiar sus proyectos, y en lugar de recurrir a la forma tradicional de financiamiento como solicitar un préstamo en un banco, venden sus acciones y/o bonos en el mercado de valores de El Salvador.<sup>362</sup>

Para que una sociedad pueda participar en el mercado de valores debe de estar inscrita en la Bolsa de Valores de El Salvador y contar con la autorización de la Superintendencia de Valores. Igualmente debe cumplir con los requisitos que exige la Ley del Mercado de Valores, entre los cuales podemos citar que deben contar con una calificación de riesgo, Estados Financieros de los tres últimos años auditados, detalle de sus administradores Presidente, Gerentes, etc.<sup>363</sup>

### **3.2.4 Inversionista**

Es una persona natural o jurídica que aporta sus recursos financieros con el propósito de obtener un beneficio futuro. Un inversor puede ser accionista o dueño de Valores de Deuda.<sup>364</sup>

---

<sup>362</sup> Somos de la opinión, que sin los emisores no podría existir un mercado de valores, porque aunque los inversionistas tuvieran disponibles sus fondos para invertirlos, si no existen ofertas de Valores, los inversionistas no tendrían opciones de inversión; los Emisores son los que tienen los proyectos de desarrollo que se financian con el dinero disponible de los inversionistas. Es decir que con los Emisores nacen las operaciones bursátiles.

<sup>363</sup> Según establece la Ley del Mercado de Valores en el art. Art. 9.- La Superintendencia, a solicitud de una bolsa podrá asentar en el Registro a las entidades emisoras y sus emisiones de valores, en un plazo de hasta quince días hábiles, al recibir de ésta la certificación de la resolución de su junta directiva, aprobando la inscripción del emisor o de la emisión en dicha bolsa.

<sup>364</sup> GONZALEZ, I.; *“Bolsa de Valores en El Salvador”* Trabajo Inédito, El Salvador 2006. Pág. 58. La autora define un inversionista como una persona natural o jurídica que invierte su dinero en valores con el fin de obtener un rendimiento a cambio. Un Inversionista puede ser: Accionista o Dueño de Valores de Deuda.

Los inversionistas que compran títulos de deuda del Estado según el Instructivo para la Colocación de Valores Emitidos por la República de El Salvador,<sup>365</sup> se dividen en dos tipos:

a. **Inversionista Directo:** Persona Jurídica nacionales o extranjeras que tienen la facultad de acceder al SINEVAL, previa solicitud y aprobación del Ministerio de Hacienda. Para ello los bancos internacionales deben estar calificados como Bancos de Primera Línea según registros de la Superintendencia del Sistema Financiero ó instituciones financieras incluidas en el Instructivo para Calificar Instituciones financieras del Exterior que Otorgan Créditos a Personas Naturales o Jurídicas radicadas en El Salvador.

Para el caso de los nacionales ser bancos, administradoras de fondos de pensiones, y casas de corredores de bolsa, todos debidamente autorizados y supervisados por el ente fiscalizador respectivo y otros que el Ministerio de Hacienda defina.

b. **Inversionista Indirecto:** Personas Naturales o Jurídicas Nacionales o Extranjeras, no calificados como Inversionistas Directos, que para acceder al SINEVAL deben hacerlo con intermediación de una Casa de Corredores de Bolsa Salvadoreña.<sup>366</sup>

---

<sup>365</sup> Somos de la opinión que la Ley expresamente no define que es un inversionista, ya que esa tarea corresponde a la doctrina, únicamente se limita a regular su participación en el mercado de Valores.

<sup>366</sup> Somos de la opinión que la regulación en cuanto a quienes pueden ser inversionistas directos, es estricta en cuanto a requisitos, ya que el Estado quiere asegurar la capacidad económica y el prestigio del inversionista, y les concede el privilegio de tener acceso directo al SINEVAL, es importante hacer notar que solo pueden inversionistas directos las personas jurídicas.

### **3.2.5 La Superintendencia de Valores**

La Superintendencia<sup>367</sup> de Valores es una institución autónoma que supervisa todo el sistema bursátil, de acuerdo a su Ley Orgánica y a la Ley del Mercado de Valores, la cual norma el accionar de la Bolsa, los Agentes Corredores, Las Casas Corredoras de Bolsa y a los Emisores de títulos valores.<sup>368</sup>

Finalidad y competencia:

- Vigilar el cumplimiento de las disposiciones legales aplicables a las entidades sujetas a su control.
- Fiscalizar a las entidades que señala el Artículo 3 de la Ley Orgánica de la Superintendencia.
- Inspeccionar y vigilar a los emisores asentados en el Registro Público Bursátil.
- Facilitar el desarrollo del mercado de valores, velando por los intereses del público inversor.

### **3.2.6 Las Clasificadoras de Riesgo**

Son empresas especializadas en el análisis de riesgo económico-financiero, las cuales emiten su opinión sobre la calidad crediticia de una

---

<sup>367</sup>Según la exposición de motivos de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores, esta es una entidad fiscalizadora especializada de derecho público, con personalidad jurídica y patrimonio propio, de carácter técnico, con autonomía administrativa y presupuestaria para el ejercicio de las atribuciones y deberes que se estipulan en la Ley del Mercado de Valores, Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta y demás disposiciones aplicables, que cuenta con personal capacitado, que por su conocimiento del mercado, lo fiscaliza en debida forma, dictando políticas y estableciendo criterios congruentes con el equilibrio que debe existir entre la protección de los inversionistas y el público en general; y el desarrollo dinámico y ordenado del mercado de valores.

<sup>368</sup> La Superintendencia de Valores fue creada mediante la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores D.L. No 806 del 9 de noviembre de 1996, publicada en el Diario Oficial No 186, Tomo 333 del 4 de octubre de 1996. Inicio sus operaciones el 1 de enero de 1997.

emisión de títulos valores. El propósito fundamental de la clasificación de riesgo es informar al inversionista sobre la calidad crediticia de las diferentes alternativas de inversión existentes en el mercado. Contribuyen a generar precios o tasas diferenciados en función del riesgo de las empresas emisoras.<sup>369</sup>

Una calificación de riesgo es una opinión acerca del riesgo y capacidad de pago que se le aprecia a una determinada emisión para hacer frente a los vencimientos de capital e intereses en los términos y plazos pactados. Dicha opinión se basa en un conjunto de información actualizada sobre el emisor, el sector económico en el que opera y la economía en general en un momento dado.<sup>370</sup>

Es importante señalar, que la calificación se otorga a las emisiones o al emisor por separado. Esto es, una misma empresa puede llevar acabo diversas emisiones de deuda y en cada una de ellas podrá tener evaluación en función de la estructura y características individuales de la emisión. Por lo

---

<sup>369</sup> JIMENEZ, E Y FLORES, M.; Op. Cit. Pág. 43. Según los autores de conformidad a la normativa en materia financiera, toda autorización de Oferta Pública a otorgar por la Superintendencia de Valores, para cualquier emisión de títulos valores representativos de deuda o acciones, debe estar precedida por la representación de una clasificación de riesgo a su costo, para que efectúe la clasificación continua de dichos valores o del emisor, según se trate de deuda o acciones señalado en el Art. 93 Inc. 1° de la LMV. De igual manera, las sociedades clasificadoras de riesgo deberán ser independientes de las sociedades que clasifiquen, según el Art. 91 de la misma disposición. Con mucha razón el legislador ha previsto que se debe prever condiciones de pánico y catástrofes financieras; en tal sentido con la autorización de las Clasificadoras de Riesgos proporciona al inversionista la evolución futura de sus colocaciones, proveyéndole de la información oportuna a fin de proporcionar al mercado condiciones de estabilidad, calidad de información que requieren los ahorristas y los inversionistas en particular.

<sup>370</sup> SANTAMARIA, I.; *“Wall Street a la Vuelta de la Esquina”* en Rev. El Economista del 28 de agosto de 2007, El Salvador, Pág. 5. Según esta columnista la clasificación de riesgo es una opinión sobre la futura capacidad de que un emisor cumpla a tiempo con las condiciones establecidas en el contrato de emisión de un instrumento representativo de deuda. La categoría de clasificación de riesgo mide la probabilidad que el emisor incumpla en sus compromisos establecidos a través del tiempo de vida del instrumento, agregando en el caso de los instrumentos de largo plazo una evaluación sobre los efectos de pérdida económica que pueda ocasionar el incumplimiento.

anterior, no necesariamente a todas las emisiones de una misma empresa les corresponde la misma calificación.<sup>371</sup>

### 3.2.7 La Central de Depósito de Valores

CEDEVAL, es una entidad especializada que recibe valores para su custodia y administración, mediante un sistema electrónico de alta seguridad.<sup>372</sup> Sus objetivos son: Minimizar el riesgo en el manejo físico de títulos valores; y Maximizar la información agilizando las transacciones en el Mercado Bursátil. CEDEVAL es una Sociedad Anónima de Capital Variable, filial de la Bolsa de Valores de El Salvador.<sup>373</sup>

CEDEVAL surgió para satisfacer las necesidades de un depósito de valores que los distintos participantes de los mercados monetario y de capitales de El Salvador demandaban, promoviendo el desarrollo de los mismos y generando las condiciones para prestar un servicio efectivo y seguro del procesamiento de operaciones sobre los valores administrados y custodiados.

---

<sup>371</sup>Somos de la opinión de que esta clasificación no se puede constituir de ninguna forma en una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento, por cuanto no considera todas las variables necesarias para tomar una decisión de invertir.

<sup>372</sup> TOLEDO GONZÁLEZ, V.; Op. Cit. Pág. 28. El autor define al depositario dentro del proceso desmaterializador como una entidad especializada que recibe títulos valores electrónicos para administrarlos mediante un sistema computarizado de alta seguridad. Su objetivo primordial es mantener un sistema electrónico de cuentas en un registro central para efecto de eliminar el riesgo que para los tenedores representa el manejo de títulos físicos, agilizando las transacciones en el mercado secundario y facilitando el cobro de rendimientos de capital e intereses.

<sup>373</sup> CEDEVAL fue constituida legalmente como sociedad anónima de capital variable, el 11 de enero de 1994 e inscrita en el Registro de Sociedades del Registro de Comercio bajo el número 16 folio 312, libro 1006, el 28 de febrero de 1994. Fue autorizada por la Superintendencia de Valores en sesión de Consejo Directivo No. CD-32/98 del 28 de mayo de 1998 y asentada en el Registro Especial de Sociedades Especializadas en el Depósito y Custodia de Valores del Registro Público Bursátil bajo el número 04-0001-98. CEDEVAL está regulada por la Ley del Mercado de Valores Título V “Depósito y Custodia de Valores”, la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta y el Manual de Operaciones de CEDEVAL.

Productos y servicios que ofrece CEDEVAL:

- Depósito y Administración de Valores.
- Custodia Local e Internacional.<sup>374</sup>
- Compensación y Liquidación de Operaciones.
- Canje de Valores.
- Administración de Emisiones físicas y desmaterializadas.
- Administración de Cuentas de Valores.
- Procesamiento de Garantías.
- Ejercicio de Derechos Patrimoniales y Sociales.<sup>375</sup>
- Consultas en Línea de Cuentas de Valores.
- Liquidación de Operaciones cross-border.

### **3.2.8 Auditores Externos**

De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores Arts. 81 al 87 los entes sujetos a su control deben tener auditoria externa, la cual es ejercida por los profesionales debidamente inscritos en el Registro Profesional de Auditores que lleva el Consejo de Vigilancia de la Contaduría Pública y Auditoria.

Los auditores externos están facultados para examinar todos los libros, registros, documentos y antecedentes de sociedades reguladas en la

---

<sup>374</sup>La custodia local e internacional según Mariano Novoa Flores, en Seminario “*Rol de los Centros Depositarios (CSDs) en el Desarrollo del Mercado*”, Sao Paulo, Brasil, 15 de Noviembre de 2006, consiste en recibir toda clase de valores para su custodia y administración. En este servicio están incluidos el depósito inicial de valores de nuevas emisiones, depósito de valores derivados del ejercicio de derechos patrimoniales, su administración y traspasos de la propiedad, mediante transferencias electrónicas en cuenta.

<sup>375</sup> Según el Manual de Operaciones de CEDEVAL Cap. I. lit. b) No 3, el Servicio de ejercicio de derechos patrimoniales, esta relacionado con la administración de los valores depositados; consiste en hacer por cuenta de los participantes el cobro de las amortizaciones, dividendos, intereses, descuentos, deducciones u otros rendimientos acreditados por los emisores de valores.

ley, incluso los de sus filiales, las cuales deben otorgar todas las facilidades necesarias para el desempeño de su labor. Los auditores externos deben examinar el balance general, el estado de resultados, el estado de utilidades retenidas y el flujo de efectivo y expresar su opinión profesional e independiente sobre dichos estados financieros.

### 3.2.9 Bancos Liquidadores

Son las diferentes instituciones bancarias mediante las cuales se liquidan las operaciones de compra y venta realizadas a través de la bolsa de valores.<sup>376</sup> De acuerdo al Art. 96 del Instructivo de Operatividad Bursátil emitido por la BVES, en la liquidación de operaciones bursátiles existen dos tipos de clientes:

a. **Bancarios.** Aquellas personas jurídicas que realicen operaciones bursátiles a través de una o más casas de corredores de bolsa, y liquiden dichas operaciones a través de su cuenta de liquidez en el Banco Central de Reserva.

b. **Particulares.** Aquellas personas naturales o jurídicas que realicen operaciones bursátiles a través de una o más casas de corredores de bolsa, y liquiden dichas operaciones a través de los bancos comerciales, es decir que no tienen cuenta de liquidez en el Banco Central de Reserva y que no sean bancos ni financieras.

---

<sup>376</sup> Según el Art. 39 del Reglamento General Interno de CEDEVAL se entiende por liquidación de operaciones el proceso que comprende el cumplimiento de las obligaciones asumidas como consecuencia de la negociación, mediante la transferencia de valores del vendedor al comprador y la transferencia de fondos del comprador al vendedor.

### **3.3 FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO Y BOLSA DE VALORES**

#### **3.3.1 Mercado de Valores**

Se concibe, como un segmento del mercado de capitales al que concurren oferentes y demandantes de valores, en donde estos son transados desde su emisión hasta su extinción.

Está conformado por un mercado primario y un secundario. En sentido estricto, el Mercado de Valores, es el llamado mercado de capitales, los fondos prestados se documentan en valores, recurriendo al ahorro público, a los particulares y empresas en general; es un mercado de negociación abierta al público, sin que el prestatario se encuentre en una posición de desventaja. Solo son receptores de fondos las empresas y el Estado.

En el mercado de Valores, interactúan simultáneamente los emisores, inversionistas, clasificadoras de riesgo, instituciones del Estado, casas corredoras de bolsa y la bolsa de Valores.

La conceptualización del Mercado de Valores, da origen al nacimiento y constitución de las Bolsas de Valores consistiendo estas en un Mercado Organizado y especializado, en el que a través de intermediarios (compradores y vendedores), se realizan transacciones con títulos valores admitidos a cotización, y cuyos precios se determinan por el libre juego de oferta y demanda, conocida como oferta publica.<sup>377</sup>

---

<sup>377</sup>GARCIA-PITA y LASTRES, J.; Op. Cit. Pág. 1529. El autor define la oferta publica como aquel negocio jurídico que tiene por objeto la adquisición de acciones u otros valores con derecho a suscripción, adquisición o conversión en acciones por el cual el adquirente logra una participación accionarial en una social tal que le permite el control de los órganos de administración de la misma, y por lo tanto, de las decisiones que éstos adopten". La toma de control, es uno de los mecanismos de

### 3.3.2 Bolsa de Valores

Según la Ley del Mercado de Valores y Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, todas las negaciones de títulos valores en el mercado bursátil deben realizarse a través de la bolsa de valores. Para comprar o vender un título valor, el inversionista debe acudir a las casas de corredores de Bolsa, y el emisor, puede hacerlo a través de una casa corredora o inscribirlas directamente en CEDEVAL.

Posteriormente, son negociadas en la Bolsa de Valores; en la sesión de negociaciones, que se lleva a cabo en un lugar específico llamado *corro*, asisten los agentes de bolsa, llevando consigo las órdenes de compra y venta de títulos.

En el momento que el comprador y un vendedor, a través de los agentes de Bolsa, se ponen de acuerdo en una negociación, los agentes escriben las condiciones de esta en un contrato,<sup>378</sup> que luego será anotado en una pizarra, a fin de que todos los corredores conozcan la operación que esta realizando.

El contrato original puede ser modificado, si otro agente, ofrece un precio de compra mayor o menor al indicado en el contrato de negociación original. Al final, la operación se otorga al agente que ofreció el mejor precio; en este momento, la operación se declara cerrada y el director del *corro* firma el contrato de la operación, en señal que autoriza su liquidación.

---

integración de empresas y una de las modalidades del mismo es la oferta pública de adquisición de acciones.

<sup>378</sup> Cuando nos referimos a condiciones, se debe entender aquellas de tipo de Título, valor, plazo, interés, opciones de liquidación y cualquier otra condición necesaria a voluntad del vendedor o comprador.

Finalmente, para realizar la liquidación, el agente que representa al vendedor deberá presentar la constancia de Valores o el Título físico, y la casa de corredores, que compro el título deberá cancelar el valor de este.

Después de realizadas la entrega y pago de títulos, la Bolsa procede a entregar a la casa vendedora el dinero recibido y la casa compradora el título adquirido.

### **3.4 FORMA DE NEGOCIACION DE LOS TÍTULOS VALORES DESMATERIALIZADOS**

La Bolsa de Valores realiza a diario sesiones de negociación para que las Casas de Corredores de Bolsa puedan ejecutar las órdenes dadas por sus clientes. Se cuenta con dos sistemas de Negociación: Negociación a Viva Voz y Negociación Electrónica.

#### **3.4.1 Negociación Electrónica**

##### **3.4.1.1 SIBE**

La Sesión de Negociación Electrónica se desarrolla diariamente a través del Sistema Electrónico SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español), y es ahí donde se da la colocación de las emisiones de valores de oferta pública, inscritas en la bolsa, y registradas en la Superintendencia de Valores.

Este sistema, permite a los usuarios ingresar sus órdenes de operación desde computadoras terminales instaladas en cada una de las Casas de Corredores de Bolsa.<sup>379</sup>

Una vez que los Agentes Corredores de Bolsa han ingresado al sistema las órdenes (o posturas) de compra/venta en representación de sus clientes, se efectúa un calce automático, es decir, si al momento de ingresar una orden ya sea de compra o de venta el sistema encuentra otra orden que cumpla con las condiciones (título, precio, monto), éste automáticamente cierra la operación.

Si el sistema no encuentra otra orden que cumpla con las condiciones, entonces esta orden es mostrada a todo el mercado, con el fin de encontrar una contrapartida para tal operación.

Las operaciones se cierran sobre la base de dos prioridades: Mejor Precio y Hora de Llegada, esto quiere decir que en primer lugar se va a cerrar la orden que tenga el mejor precio, y si hay dos o más órdenes con igual precio, el sistema cerrará la orden que se haya ingresado primero al sistema. Posteriormente se procede a la adjudicación y liquidación de la venta.<sup>380</sup>

---

<sup>379</sup> En este tipo de negociación, existen tres tipos de usuarios: **A.** Usuario Administrador: Únicamente es para funcionarios de la Bolsa que administran el sistema a través de la creación y alimentación de los datos e información de las empresas, usuarios, claves, emisiones y demás, proporcionando de esta forma el mantenimiento adecuado al sistema. **B.** Usuario Operador: Reservado para los Agentes Corredores de Bolsa debidamente autorizados a operar en este sistema. Permite ingresar órdenes (o posturas) de compra/venta al sistema de acuerdo a las instrucciones de los clientes. **C.** Usuario de Consulta: Es únicamente para monitoreo y consulta de las órdenes (o posturas) de compra/venta existentes en el mercado. Este tipo de Usuario no puede ingresar órdenes ni darle mantenimiento al Sistema.

<sup>380</sup> Es necesario aclarar, también puede darse que la subasta sea declarada desierta o no logre consolidarse una postura satisfactoria para el emisor, en ese caso se procederá a una negociación a viva voz.

Actualmente, las instituciones que tienen acceso a este sistema de negociación son: la Bolsa de Valores, las Casas de Corredores de Bolsa, la Superintendencia de Valores y las Administradoras de Pensiones (estos dos últimos entes pueden acceder únicamente como usuarios de Consulta).

#### 3.4.1.2 SINEVAL

El Sistema de Negociación de Valores, SINEVAL, es propiedad de la BVES, pero, a través de este el Ministerio de Hacienda o el Banco Central de Reserva coloca sus emisiones en el mercado local.

En el interactúan, Inversionista Directo,<sup>381</sup> Inversionista Indirecto,<sup>382</sup> también, Casas de Corredores de Bolsa, Intermediarios bursátiles legalmente establecidos en El Salvador, supervisados por la Superintendencia de Valores y afiliados a la BVES, finalmente, La Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V., responsable del funcionamiento eficaz de la plataforma tecnológica que soporta al SINEVAL, así como del mantenimiento de la información relativa a la base de inversionistas.

El Banco Central de Reserva, será el responsable de activar en el SINEVAL, las convocatorias de las subastas de valores del Ministerio de Hacienda, una vez activada la respectiva convocatoria, el sistema automáticamente enviará correos electrónicos a todos los inversionistas

---

<sup>381</sup> Participan, Personas Jurídicas Nacionales o Extranjeras que tienen la facultad de acceder al SINEVAL. Y para acceder a SINEVAL, los interesados deben ser autorizados, por el Ministerio de Hacienda, para estos efectos, los bancos internacionales deben estar calificados como bancos de primera línea, según registros de la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador ó ser instituciones financieras del Exterior calificadas para otorgar Créditos a Personas Naturales o Jurídicas radicadas en El Salvador; para el caso de los nacionales ser bancos, administradoras de fondos de pensiones, y casas de corredores de bolsa, todos debidamente autorizados y supervisados por el ente fiscalizador respectivo y el Ministerio de Hacienda.

<sup>382</sup> Son aquellas Personas Naturales o Jurídicas Nacionales o Extranjeras, no calificados como Inversionistas Directos, que para acceder al SINEVAL deberán hacerlo con intermediación de una Casa de Corredores de Bolsa Salvadoreña.

autorizados, quienes podrán acceder a la información detallada de la convocatoria ingresando al SINEVAL y simultáneamente será visualizada en las páginas web del Ministerio de Hacienda y BVES.

Las posturas serán ingresadas en el SINEVAL, por el inversionista autorizado, desde una computadora, cuya IP haya sido reportada al Administrador Tecnológico,<sup>383</sup> tomando como base la información contenida en la convocatoria y siendo estas de carácter irrevocable.

Después del cierre de la subasta, de forma automática el SINEVAL ejecutará el proceso de adjudicación que se hará en el caso de LETES y Bonos de acuerdo a las características especificadas en la convocatoria y sin conocer la identidad de los inversionistas.<sup>384</sup>

Para hacer la liquidación, el Ministerio de Hacienda, notificará a los inversionistas sobre el número de cuenta en la cual deberán realizar el pago

---

<sup>383</sup> Las posturas deben contener: (a) El monto con que deseen participar en cada uno de los instrumentos y plazos ofertados. (b) La tasa de rendimiento o precio en términos porcentuales de acuerdo a lo que se defina en la convocatoria respectiva. Los inversionistas podrán presentar una o más posturas para uno o más de los plazos convocados en la subasta y es de estricta responsabilidad del usuario el uso de su clave de acceso, por lo que toda obligación que se derive de una postura ingresada con dicha clave le será exigible. Para cada postura ingresada el SINEVAL enviará en forma automática un correo electrónico a la dirección registrada desde donde se originó la oferta confirmando la hora de recepción de ésta, el monto ofertado y la tasa o el precio demandado.

<sup>384</sup> El MH se reserva el derecho de declarar desierta la subasta o de efectuar asignaciones por un monto menor o mayor al ofertado, cuando las posturas recibidas difieran de las expectativas financieras del MH. En caso de existir empate entre dos o más posturas, se adjudicará en forma proporcional, ponderando los valores faciales contenidos en las posturas. A más tardar dentro de 1 hora posterior del mismo día de la adjudicación la Bolsa de Valores de El Salvador a través del SINEVAL enviará automáticamente un correo electrónico a todos los inversionistas que participaron en la subasta, informando el resultado de la misma. Adicionalmente, el inversionista podrá ver en detalle el resultado de la subasta, ingresando al SINEVAL. Con base en los resultados de la subasta, el Comité procederá a elaborar el acta de adjudicación que será firmada por sus miembros.

de las inversiones en valores emitidos por el Gobierno el cual será efectuado a través del BCR.<sup>385</sup>

Finalmente, El Administrador Tecnológico notifica electrónicamente a CEDEVAL, mediante SINEVAL, sobre el monto colocado de la emisión, con el fin de crear en la cuenta del emisor la disponibilidad de los valores.

El BCR ingresará en el sistema electrónico respectivo, la información de los valores liquidados a fin de que la Depositaria realice la anotación electrónica de los valores en la cuenta de los inversionistas.

Los inversionistas podrán ver la disponibilidad de sus valores una vez realizado el cierre de operaciones de liquidación monetaria, en las cuentas respectivas que tienen en CEDEVAL.

### **3.4.2 Negociación a Viva Voz**

Este sistema es utilizado como plan de contingencia en caso de que hubiera problemas con la comunicación para acceder el sistema electrónico de negociación.

Esta negociación se desarrolla en las instalaciones de la Bolsa, participando únicamente los Funcionarios de la Bolsa, el Director del Corro,

---

<sup>385</sup> El Inversionista Directo, al notificársele la adjudicación de posturas, dispondrá de tres opciones para efectuar el pago de los valores adjudicados el día de la liquidación: a) Por medio de transferencia electrónica a cualquiera de las cuentas bancarias que el BCR mantiene en el exterior y previamente indicadas en la convocatoria respectiva. b) Por medio de cargo a su cuenta de depósito en el BCR .c) Para los que no poseen cuenta en el BCR, se hará mediante abono a la cuenta de depósito de un Banco local. El Inversionista Indirecto deberá efectuar su pago a través del intermediario bursátil.

quien es la máxima autoridad y es quien dirige la Sesión de Negociación, y los Agentes Corredores de Bolsa.<sup>386</sup>

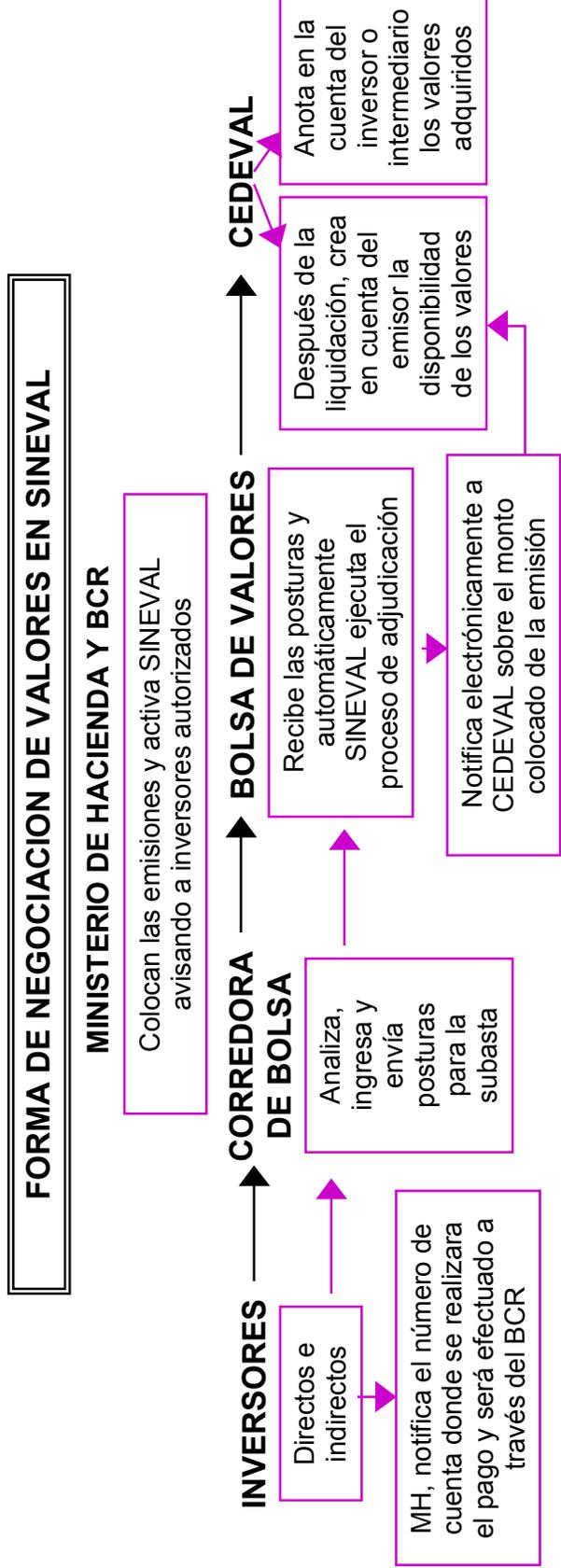
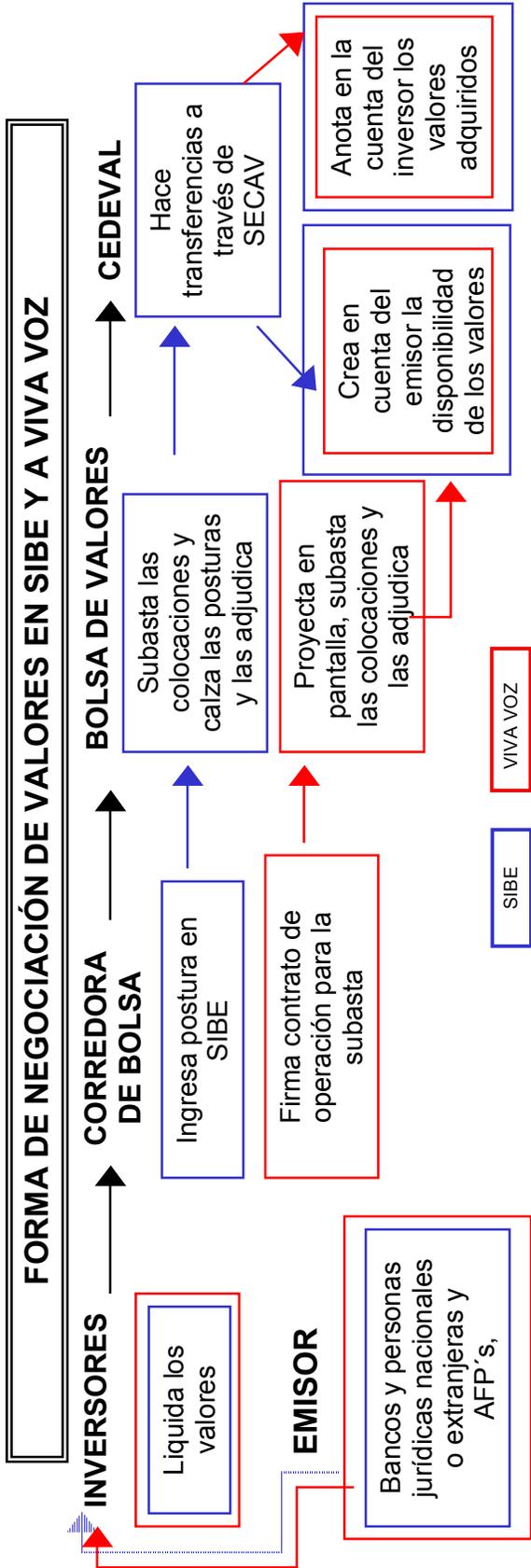
En la negociación de este tipo, los Corredores de Bolsa tienen la obligación de llenar un contrato de operación que es el comprobante que compila los principales datos de la operación bursátil, tales como: fecha de operación, tipo de operación, valores reportados y sus características, cuenta en que están depositados, rendimiento que paga la operación y Agentes Corredores que intervinieron.

Una vez llenos, estos contratos se entregan a los representantes de la Bolsa de Valores, quienes se encargan de ingresar dichos contratos en el sistema diseñado especialmente para proyectarlos en pantalla,<sup>387</sup> el tiempo de exposición puede aumentar o disminuir dependiendo del interés que se muestre, si no, se procede a la liquidación y compensación de los Valores.

---

<sup>386</sup> Todo Agente Corredor autorizado debe portar su respectivo gafete con su número que lo identifica como tal, en un lugar visible para el Director del Corro. Cada Casa de Corredores de Bolsa podrá enviar a la sesión de negociación como máximo dos asistentes de Corredores, quienes deberán portar siempre sus gafetes que los identifiquen en un lugar visible para el Director del Corro, y deberán estar acompañados de un Agente Corredor Autorizado de la Casa.

<sup>387</sup> Según el art. 10 del Instructivo de Operatividad Bursátil de la Bolsa de Valores, la información que de estas proyecciones en pantalla se visualiza son: El código de valor y su serie, días al vencimiento del valor, tasa nominal vigente, valor nominal de la emisión, múltiplos de partición de las operaciones, rendimiento, precio al que se está negociando y números de contratos dispuesto para dicho efecto.



## **3.5 REGISTROS BURSATILES**

### **3.5.1 Registro Público Bursátil**

Por disposición de los Arts. 6 y 7 de la Ley del Mercado de Valores se crearon el Registro Público Bursátil. Es válido aclarar que por mandato del Art. 80 de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores, se trasladó el Registro Público Bursátil, que llevaba la Superintendencia del Sistema Financiero a la Superintendencia de Valores, conservando todas las características legales y finalidades para las cuales fue creado, y sustentado su estructura orgánica en el Art. 3 del Reglamento de la Ley del Mercado de Valores, pues lo sitúa como Departamento de la Superintendencia de Valores. La Superintendencia de Valores en su labor de vigilancia y control del mercado de valores es la encargada de llevar el Registro Público Bursátil.<sup>388</sup>

La finalidad del Registro Público Bursátil, como expresamente lo señala el Art. 4 del Reglamento de la Ley del Mercado de Valores, es asegurar la publicidad formal de los actos sujetos a registro por la Ley, así como asegurar que se han cumplido los requisitos de información señalados en la misma, propiciando el acceso del público a dicha información.

---

<sup>388</sup> JIMENEZ, E. y FLORES, M; Op. Cit. Pág. 36. Explican los autores que el Registro Público Bursátil es el Instrumento Jurídico en el cual se asientan los sujetos que intervienen en el mercado de valores y las emisiones que se negocian en el mismo, regulados en la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores, con el objeto de que su información sea difundida entre el público, para contribuir a la toma de decisiones financieras y en el logro de mayor transparencia en el mercado bursátil, estableciendo a su vez normas, reglamentos, instructivos y resoluciones para la organización y funcionamiento de dicho registro.

Cumpliendo con el objetivo principal que es por una parte habilitar a las personas naturales y jurídicas que en el se registren para poder participar en el mercado de valores; y por otro lado, sirve para que las emisiones de valores registradas puedan ser objeto de oferta pública, y tengan eficacia jurídica frente a terceros en el caso.

Cabe mencionar que el Registro Público está conformado por registros especiales,<sup>389</sup> que enuncia el Art. 6 de la Ley del Mercado de Valores de la siguiente manera:

- a. De emisores de valores.
- b. De emisiones de valores para ser negociados en bolsa.
- c. De bolsas de valores.
- d. De sociedades especializadas en el depósito y custodia de valores.
- e. De casas de corredores de bolsa.
- f. De auditores externos de las personas sujetas a la Ley.
- g. De sociedades clasificadoras de riesgo y
- h. De administradores de las entidades sujetas a registro.

### **3.5.2 Registro Electrónico de Depósito de Emisiones**

Es una compilación de emisiones entregadas a CEDEVAL en depósito y administración. Documenta electrónicamente los actos que crean, modifican o extinguen una emisión de valores desmaterializados; y los actos

---

<sup>389</sup>Somos de la opinión, que es facultad potestativa del Registro mismo, llevar dichos sus registros por medios electrónicos, lo cual significa, que el registro va a tener un soporte informático y las copias de los registros serán llevadas en los libros respectivos. Al estar los registros en soporte informático estos se vuelven definitivos minimizando el riesgo de pérdida o modificación de la información, lo cual da seguridad y confianza en el.

que graven o afecten las anotaciones en cuenta que integran cada emisión.<sup>390</sup>

La fuente de información para alimentar el Registro es el testimonio de escritura de emisión expedido por notario a favor de CEDEVAL, macrotítulos o decretos. El Registro de una emisión tiene como efecto habilitar a la depositaria para crear las anotaciones en cuenta correspondientes. En este Registro se tienen documentadas todas las emisiones, así como también todos los tramos con sus diferentes características.

El Registro de Emisiones se compone de los siguientes sub-registros

#### 3.5.2.1 Registro de Emisiones

Aquí se detallan las características generales de la emisión que no van a cambiar de un tramo a otro.<sup>391</sup>

#### 3.5.2.2 Registro de Emisiones del Estado y Banco Central de Reserva

En el caso de valores emitidos por el Estado se necesita: copia del decreto legislativo de emisión, acuerdos respectivos del Ministerio de Hacienda y otros documentos referentes al tramo de los valores; y en el caso

---

<sup>390</sup> Al respecto el Art. 30 L.A.E.V.C. establece que La Depositaria deberá llevar un Registro Electrónico de Depósito de Emisiones en que documentará las emisiones depositadas y los actos que modifiquen, afecten o extingan los efectos jurídicos de la emisión. El texto literal del asiento de una emisión de valores anotados existente en dicho registro, determina el alcance y modalidades de los derechos y obligaciones del emisor.

<sup>391</sup> Según el Manual de Operaciones de CEDEVAL Cáp. II lit.) A. Las características generales de una emisión que no cambian son: el nombre del emisor y la emisión; tipo de valor registrado(certificados de acción, certificados de inversión, bonos, etc.); tipo de emisión(desmaterializada, física); tipo de circulación (orden, portador, desmaterializada);tratamiento fiscal; moneda; destino de la emisión; garantía de la emisión; criterios para definir la tasa; tipo de tasa base (TIBP, LIBOR, etc.); base de cálculo de los intereses (360 o 365 días); forma de amortización; forma pago de intereses; si es negociable en bolsa o no; si es emisión local o extranjera; y los asientos o registros tanto de la Superintendencia de Valores como de la Bolsa de Valores; y cualquier otra condición necesaria.

de emisiones del Banco Central de Reserva: certificación de la resolución respectiva del Consejo Directivo, en donde se detallan las características del tramo.

#### 3.5.2.3 Registro de Emisiones no Inscritas en Bolsa

Las características de las emisiones no inscritas en bolsa, se detallan en el registro de emisiones para efecto de control de las mismas. El depósito de la emisión de valores desmaterializados, se realiza a solicitud del emisor interesado en contratar estos servicios, en estos casos debe suscribir un contrato de servicios con CEDEVAL. En el caso que un inversionista desee depositar valores no inscritos en CEDEVAL y la emisión no está registrada ni depositada, para efectos de control, se registran las características de la emisión, pero no necesariamente implica el depósito y custodia de la emisión completa en CEDEVAL.

#### 3.5.2.4 Registro de Tramos

El Registro de Tramos, forma parte del Registro de Emisiones. Aquí se detallan las características específicas del tramo como son: correlativo del tramo; plazo del tramo; fecha de tramo y su vencimiento; monto a colocar; el valor de la tasa y sobre tasa; programación de pago de intereses y capital; códigos de identificación de la Bolsa y Superintendencia; otras características particulares del tramo.

### **3.5.3 Registro Electrónico de Cuentas de Valores**

El Registro Electrónico de Cuentas de Valores es una compilación de asientos contables relativos a la existencia de valores anotados y de los

actos que los afecten. Está formado por las cuentas de depósito de valores que los depositantes tienen abiertas en CEDEVAL.<sup>392</sup>

La actualización de este registro es responsabilidad del Registrador y la información que contiene es de acceso restringido, a fin de mantener la confidencialidad del titular.

El servicio de depósito de valores ofrece a los Participantes Directos de CEDEVAL la facilidad de inmovilizar, controlar y tener información al día de los valores propios y valores que les han sido entregados por sus clientes. Los Participantes Directos pueden abrir cuentas para depositar valores propios o valores pertenecientes a terceros, los cuales les han sido consignados.<sup>393</sup>

Los Participantes Directos pueden abrir cuentas con CEDEVAL para el depósito de valores para los fines que estén autorizados. Todas las cuentas son nominativas. Los tipos de cuenta que se pueden abrir se detallan a continuación:

**a. Cuenta Propia:** es abierta para depositar valores cuyo titular es el propio Participante Directo, en ella se asientan los cargos y abonos efectuados con valores de su propiedad.

---

<sup>392</sup> Según la L.A.E.V.C. Art. 37 La validez de los actos que afecten la eficacia de los valores anotados, requiere que consten precisamente en ese registro, salvo disposición legal en contrario. En consecuencia, los gravámenes, afectaciones y demás actos jurídicos que recaigan sobre los valores anotados, deben ser inscritos en dicho registro para que surtan efectos.

<sup>393</sup> Según el Manual de Operaciones de CEDEVAL Cáp. III, en este registro se especifica el número de cuenta o código asignado a cada cliente, la fecha de apertura de la cuenta, el tipo de administración de la cuenta (si es de terceros, inversión, propia o de garantía), el estado de la cuenta ya sea activo o inactivo, el nombre del titular o de los titulares, el número de documento de identidad y además los datos de los beneficiarios como son el nombre, parentesco y el porcentaje de los valores que le correspondería en un momento dado.

b. **Cuenta de Terceros:** es el tipo de cuenta creada para el depósito de valores no propios, es decir, su titularidad corresponde a terceros y en ella se asientan los cargos y abonos efectuados de esos valores.<sup>394</sup>

c. **Cuenta de Inversión:** Este tipo de cuenta es abierta para depositar valores que conforman un portafolio de administración de fondos, administrado por una sociedad legalmente autorizada para esta actividad.<sup>395</sup>

d. **Cuenta de Garantía:** es la cuenta de un Participante, en la que se asientan cargos y abonos efectuados con valores sujetos a gravamen prendario, a favor del dueño de la cuenta.

### 3.6 PRINCIPIOS REGISTRALES APLICABLES A LOS REGISTROS BURSATILES

La L.A.E.V.C en el Art. 32 reconoce expresamente que son aplicables a los Registros de Deposito de Emisiones y de Cuenta de Valores<sup>396</sup> los siguientes principios:

**1. Principio de prioridad:** de acuerdo a este principio una vez producida cualquier inscripción, no puede practicarse ninguna otra respecto de los

---

<sup>394</sup>De acuerdo a Mariano Novoa Flores, en Seminario “*Rol de los Centros Depositarios (CSDs) en el Desarrollo del Mercado*”, Sao Paulo, Brasil, 15 de Noviembre de 2006. Una cuenta de terceros es una cuenta abierta por un Participante Directo, a solicitud de su cliente, el cual se constituye como Participante Indirecto. Por otra parte, un Participante Indirecto puede abrir una o varias cuentas en CEDEVAL por medio de diferentes Participantes Directos Primarios.

<sup>395</sup> Según el Manual de Operaciones de CEDEVAL Cáp. III Lit. A No 3. La apertura de cuentas de inversión es exclusiva para aquellos Participantes Directos, que están autorizados para administrar fondos como pueden ser administración de fondos de inversión, fondos de pensión u otras operaciones análogas de administración.

<sup>396</sup> JIMENEZ, E. Y FLORES, M.; Op. Cit. Pág. 36. Sostienen estos autores que son aplicables al Registro Público Bursátil los principios de publicidad, tracto sucesivo, legalidad, especialidad, prioridad, rogación y seguridad jurídica.

mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior. Asimismo, el acto que acceda primeramente al Registro Electrónico de Cuentas de Valores, es preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo la Depositaria practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación;

**2. Principio de tracto sucesivo:** según este principio para la inscripción de la transmisión de valores, será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del transferente. Igualmente, la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales, requerirá su previa inscripción a favor del disponente.<sup>397</sup>

---

<sup>397</sup> HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 250. El autor reconoce tres principios registrales aplicables al registro de anotaciones en cuenta. a) principio de prioridad: la prioridad implica que el primero en el tiempo debe ser el primero en el derecho prior in tempore, potior in iure. La naturaleza de esta prioridad está establecida desde la cronología del Registro. La prioridad registral debe prevalecer sobre la prioridad sustantiva o material. La propiedad registral puede traducirse en una preferencia excluyente o en una superioridad de rango con relación al acto que aún no ha llegado al Registro. La eficacia de rango se materializa cuando entre dos títulos el que ha ingresado en el Registro y el que ha quedado fuera hay incompatibilidad, lo que provoca entonces su cierre registral. b) Principio de tracto sucesivo: dentro del quehacer del Derecho inmobiliario registral, el principio de tracto sucesivo supone que los sucesivos titulares del dominio o derecho real registrado sigan los unos a los otros convenientemente eslabonados, de modo que el transferente de hoy sea el adquirente de ayer y el titular inscrito actual sea el transferente mañana, lo anterior significa el mantenimiento del orden regular de los titulares registrales sucesivos, de manera que todos los actos dispositivos forman un encadenamiento perfecto, apareciendo registrados como si derivaran los unos de los otros sin solución de continuidad. y c) Fe pública registral o principio de protección al tercer adquirente: en principio podría parecer impropio hablar de fe pública registral cuando se trata de un registro como el que nos ocupa, por medio de este principio se protege, pues al adquirente que confió en el registro; en efecto, de suponer que por error o caso fortuito o por una manipulación intencionada producida en el registro, este indica como titular de unas acciones a una persona distinta del verus dominus; se transmiten luego las acciones a un tercero que adquiere, de buena fe, del titular aparente, con lo cual ese tercero deberá ser mantenido en su adquisición, pues se habrá producido al igual que en materia cartular. Al respecto de lo expresado por el autor es de hacer notar que nuestra legislación no reconoce expresamente el principio de fe pública registral como lo hace con los principios de prioridad y de tracto sucesivo, pero sí lo regula en el Art. 13 L.A.E.V.C al establecer que el que de buena fe adquiera valores representados por anotaciones en cuenta, no podrá ser privado de ellos y no estará sujeto a reivindicación, aunque el vendedor no fuese su dueño y hubiere procedido dolosamente a transferirlos. Lo dispuesto en el inciso anterior es sin perjuicio de la responsabilidad penal que pueda existir en contra del transferente y de la facultad de reclamar daños y perjuicios por parte de quien se considere con derecho.

Según el Art. 5 del Reglamento de la Ley del Mercado de Valores, además de los principios anteriores, se aplican en el funcionamiento del Registro Público Bursátil los siguientes:

**3. Principio de Rogación:** Los asientos registrales se hacen a solicitud del interesado; en el caso de Emisores y Emisiones de Valores, conforme el artículo 9 de la Ley del Mercado de Valores, las solicitudes son formuladas a través de una Bolsa de Valores.

**4. Principio de Legalidad:** Todos los asientos tienen eficacia jurídica desde el momento de su inscripción, y tendrán efectos contra terceros toda vez que se cumplan los requisitos de fondo y de forma establecidos en las disposiciones legales y reglamentarias aplicables.

**5. Principio de Acceso a la Información:** La información contenida en los Registros Especiales señalados en la Ley es de carácter público, al igual que los expedientes, pudiendo ser consultados por cualquier persona.

**6. Principio de Especialidad:** En virtud de este principio los hechos inscritos en el Registro deben ser determinados con precisión, respecto a su naturaleza, contenido y limitaciones, así como en relación a cualquiera otras características que los individualizan.

**7. Principio de Publicidad:** La fe pública registral protege la apariencia jurídica que muestran sus asientos, contra impugnaciones basadas en la realidad jurídica extra registral, en beneficio de todo titular de derechos inscritos en el Registro.

Las características que se aprecian en un primer plano en cuanto al funcionamiento del Registro de Cuenta de Valores son:

- La inscripción no es una constancia registral inmutable, sino que con esa expresión se hace referencia a una operación de abono adeudado en cuentas.
- El registro no lo es de valores individualizados o identificables, sino de los saldos pertenecientes a cada titular en un momento determinado.<sup>398</sup>

Es importante destacar que estos registros contables de naturaleza bursátil no pueden ser comparados con los registros de la propiedad raíz, ya que operan en un ámbito jurídico distinto, aunque comparten algunos principios propios de naturaleza registral y perfectamente aplicables al régimen de las anotaciones en cuenta.<sup>399</sup>

---

<sup>398</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, F.; *“Representación de Acciones por Medio de Anotaciones en Cuenta”* 1ª Ed, Editorial Tirant lo Blanch. Valencia España. 1999. Pág. 296. Sostiene el autor como características del registro, las siguientes a) No corresponde a un registro histórico: en cuanto registro de saldos, el registro de las acciones anotadas mostrará siempre titularidades presentes. b) No se trata de un registro de cosas determinadas: no existe la inscripción de una emisión con unidad folio en el que se enumeren los titulares sucesivos, sino que el elemento aglutinante es el titular. y c) En el proceso de transmisión de las acciones, la anotación no es una inscripción registral en sentido tradicional, sino que se trata de la variación del saldo de valores que corresponden al vendedor o comprador de los mismos.

<sup>399</sup> RECALDE CASTELLS, A.; Op. Cit. Pág. 3101. Según el autor, la configuración misma de los registros de anotaciones en cuenta demuestra el error de pretender compararlos al modo de los registros de la propiedad raíz que se llevan conforme al principio de folio real. No obstante, la confusión podría ser comprensible dado que estos registros contables se rigen por los principios de prioridad registral y de tracto sucesivo, principios que parecen difícilmente compatibles con el carácter fungible de los valores.

### **3.7 SISTEMAS DE SEGURIDAD DE LA BOLSA DE VALORES Y DE CEDEVAL**

La bolsa de valores, así como la Central depositaria, cuentan con planes de contingencia en caso de fallos en sus sistemas informáticos, y en vista de la confidencialidad de la información manejada por ellos, se siguen ciertos protocolos de seguridad.<sup>400</sup> Estos protocolos, son uno de los secretos mejor guardados por BVES y CEDEVAL, pues se asemejan a los implementados en los bancos, pero, con un nivel de seguridad mayor.<sup>401</sup>

#### **3.7.1 Bolsa de Valores**

En casos de falla en los sistemas electrónicos de la BVES se utilizará el procedimiento contingencial siguiente:

**1. Convocatoria** Se realizará la convocatoria por medios físicos o electrónicos y pondrá a disposición los documentos o formatos que serán utilizados para el envío de sus posturas. La información remitida contendrá: Anuncio de la Subasta, Características Generales de los Instrumentos y Formato para el envío de Posturas.

**2. Presentación de las Posturas** Los inversionistas deben remitir, vía fax, una solicitud ofertando la compra de los valores, en el día y la hora señalados en la convocatoria, dicha solicitud debe estar firmada por al menos una de las personas autorizadas previamente para ello. Se verifica

---

<sup>400</sup> Somos de la opinión, que debe hacerse una distinción entre la seguridad física de los valores resguardados en CEDEVAL y la seguridad de la información contenida en los registros, tanto de BVES como de CEDEVAL, los sistemas de negociación y medios de transferencia entre cuentas; es sobre estos últimos, sobre los que se aplican los protocolos de seguridad informática.

<sup>401</sup> Sobre estos protocolos, no se conoce más que su existencia como plataforma de seguridad y resguardo de información pero sus cualidades y características, son confidenciales, y solo se puede acceder, siendo controlador interno en BVES o CEDEVAL, en su defecto, miembro de la junta directiva de estas.

que las posturas indiquen el monto a valor nominal solicitado (en números y letras), el plazo demandado y la tasa de rendimiento indicada en las características de los valores.

**3. Adjudicación** Luego, se procederá a registrar en la hoja de resultados las posturas recibidas de manera que le facilite su incorporación al sistema, dejando los documentos necesarios para su posterior evaluación; y finalmente se procederá a la adjudicación de los valores.

**4. Notificación de los Resultados de la Subasta** La BVES, notificará a los Inversionistas, los resultados de la adjudicación por medios físicos o electrónicos y será el responsable de realizar las operaciones internas correspondientes que permitan registrar las operaciones en la Base de Datos del SINEVAL y en los sistemas de la BVES. El Administrador Tecnológico informará a CEDEVAL de los valores adjudicados con el fin de crear la disponibilidad de valores para su transferencia.

### **3.7.2 Central de Depósito de Valores (CEDEVAL)**

CEDEVAL dispondrá de sistemas de seguridad informática elaborando, implementando y documentando estándares y procedimientos para la administración de cuentas, administración de recursos informáticos, administración de redes y comunicaciones, seguridad física, plan de entrenamiento en seguridad informática, además de velar por el cumplimiento a regulaciones y requerimientos legales, con el objetivo de preservar la información y evitar la pérdida o alteración de la misma y garantizar su permanencia.<sup>402</sup>

---

<sup>402</sup> Al respecto, la Superintendencia de Valores de El Salvador, en Resolución RS-DC.23/2002 del 14 de Octubre de 2002, estableció las normas mínimas de seguridad informática deben ser: **a.** Que apoyen la concientización para la seguridad del personal y la asignación de responsabilidades individuales. **b.** Para la clasificación de los recursos informáticos y el control aplicado a los mismos. **c.** De control de acceso a los recursos de la organización. **d.** Para el desarrollo de sistemas de información y un efectivo

Dichos sistemas deben incorporar entre otros, copias de respaldo en ambientes de seguridad, controles de acceso a la información contenida en los Registros y a toda otra información de carácter reservado; de modo que únicamente accedan a ésta personas autorizadas. También deberá establecer los controles necesarios para evitar que la información pueda ser sustraída, perdida o alterada.<sup>403</sup>

### **3.8 MATERIALIZACIÓN DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA.**

La materialización o incorporación de valores según el Art. 2 lit. i) de la L.A.E.V.C es el proceso que consiste en la transformación jurídica de anotaciones en cuenta en títulos valores.

Los valores representados mediante anotaciones en cuenta es decir los títulos valores desmaterializados por regla general no pueden volver a su

---

control de cambios a los sistemas de información de Las Depositarias. e. Que permitan garantizar la seguridad física y del medio ambiente en la organización. f. Para el cumplimiento de regulaciones ordenadas por la Ley y la Superintendencia de Valores. Además debe contar con Políticas para el intercambio digital de información con usuarios externos y Políticas para el uso de correo electrónico.

<sup>403</sup> Según lo establece el Manual de Seguridad de CEDEVAL, Capítulo I, art. 12 y sgs. Entre los planes de contingencia se encuentran: **a)** Salvaguardas Operativas: CEDEVAL debe disponer de medidas dirigidas a cubrir los riesgos operativos tales como errores o retrasos en los Registros, registros alterados o destruidos, accesos no autorizados a la información confidencial y disposición de valores por parte de personas no autorizadas. **b)** Planes en caso de Contingencias: Se establecerá planes para contrarrestar contingencias y que permitan la recuperación de su capacidad operativa con la mayor rapidez posible, de modo que no se afecte el normal desenvolvimiento del mercado. Los planes en caso de contingencias deberán ser revisados, actualizados y sometidos a prueba al menos una vez al año. **c)** Interrupción de Operaciones: En caso de interrupción de las operaciones de CEDEVAL por causas ajenas a su control, la Depositaria no será responsable por los daños y perjuicios que cause a un Participante o a un usuario debido a caso fortuito o fuerza mayor. **d)** Reposición de Registros Electrónicos y Registros Documentales: CEDEVAL establecerá los medios y procedimientos a utilizar en caso de pérdida de la información contenida en sus Registros y sistemas informáticos. En caso de destrucción, extravío, sustracción u otras situaciones análogas, los registros documentales podrán ser reemplazados de conformidad a los medios y procedimientos establecidos por CEDEVAL.

estado físico,<sup>404</sup> esta irreversibilidad esta regulada en el Art. 7 de la L.A.E.V.C.

Según los Art. 56 al 61 de la citada ley, por excepción cuando ya no sea posible la negociación de una emisión de valores en mercado secundario, el emisor podrá solicitar a la Depositaria la transformación de las anotaciones en cuenta en títulos Valores.

Y ésta a su vez debe solicitarlo a la Superintendencia de Valores, la cual se expresa favorablemente siempre que cumpla con los requisitos legales pertinentes, esta transformación de valores se hace a costa del emisor.<sup>405</sup>

Para realizar el proceso de materialización el emisor remite a CEDEVAL los títulos valores respectivos ya firmados, para que ésta cancele el asiento de la emisión en el Registro de Depósito de Emisiones y las anotaciones contables existentes en el Registro de Cuentas de Valores. Los títulos valores son emitidos a la orden, a favor del titular de la cuenta de valores y contienen todos los derechos que confieran a su propietario.

---

<sup>404</sup>SANTOS, V.; Op. Cit. Pág. 412. Para el autor la regla de la irreversibilidad de los valores anotados, pone de manifiesto la tendencia político-jurídica extintiva del papel como vehículo o soporte de los valores negociables, pero admite que la prohibición de que las anotaciones en cuenta regresen al sistema de títulos valores, puede resultar inconveniente. Al respecto RAMIREZ VILLALOBOS, F.; Op. Cit. Pág. 25. Manifiesta la autora, que la representación mediante anotaciones en cuenta tiene, en principio, carácter de irreversible, a diferencia de la representación mediante títulos, que es reversible, pues siempre es posible su transformación en anotaciones en cuenta, que puede realizarse de forma íntegra o de forma sucesiva, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento.

<sup>405</sup>HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 97. El autor explica como en España desde hace mas de una década se había previsto una excepción a la irreversibilidad, al respecto, en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, en el caso de los valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, cabía la posibilidad de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará la salida de la condición de valores anotados, a solicitud del emisor, en consideración a su escasa difusión; para tal supuesto, la entidad encargada del registro contable haría entrega a los titulares de los correspondientes títulos, ostentando respecto de éstos, hasta que fueran recogidos, a condición de la depositaria.

Una vez transformadas las anotaciones en cuenta en títulos valores, CEDEVAL se encarga de la custodia de éstos. Cuando los títulos son retirados por sus titulares, los endosa en propiedad o simplemente se los entrega.

En el caso de acciones, CEDEVAL entrega a la sociedad emisora una certificación del asiento relativo al Registro de Accionistas. La sociedad emisora debe elaborar el respectivo Libro de Registro de Acciones Nominativas en un plazo de quince días, contados a partir de la fecha de la entrega de la certificación.<sup>406</sup>

---

<sup>406</sup> Somos de la opinión que la materialización de los títulos representados mediante anotaciones en cuenta, genera una serie de inconvenientes en cuanto a la operatividad, negociación y seguridad jurídica de sus titulares, entre estos se encuentran los siguientes: 1. El cambio de sistema de representación de una emisión de valores, es potestad del emisor, por consiguiente el titular de la cuenta de valores, no puede determinar la forma de representación de estos y debe someterse a la voluntad del emisor además de cargar con las consecuencias que genera el drástico cambio de soporte de los títulos, lo cual puede generar descontento entre los inversores que prefieren el sistema de negociación electrónica. 2. El cambio de soporte electrónico a físico, genera una desaceleración de las negociaciones, por consiguiente de la circulación de la riqueza que los títulos representan. 3. La materialización implica el regreso al soporte tradicional de los Títulos y como consecuencia a todos los inconvenientes asociados al uso del papel. 4. Se genera un vacío legal en cuanto a la seguridad jurídica de aquellos inversionistas extranjeros, que adquirieron valores desmaterializados, precisamente por ser esa su forma de representación y después se enfrentan a la materialización de estos, perdiendo la facilidad de negociarlos en el mercado secundario. 5. La conversión de los títulos genera elevación de los costos operativos, los que deben ser asumidos por el emisor, restándole al margen de ganancia de este y al atractivo de compra de los títulos.

## **CAPITULO IV**

### **INCIDENCIA DE LAS ANOTACIONES EN CUENTA EN LA TEORÍA GENERAL DE LOS TÍTULOS VALORES**

Sumario: 4.1 UN NUEVO CONCEPTO DE VALOR. 4.2 VIGENCIA DE LOS PRINCIPIOS TRADICIONALES DE LOS TÍTULOS VALORES FRENTE A LAS ANOTACIONES EN CUENTA. 4.2.1 Legitimación. 4.2.2 Incorporación. 4.2.3 Literalidad. 4.2.4 Autonomía. 4.2.5 Circulación. 4.2.6 Abstracción. 4.3 CLASIFICACION DE LA ANOTACIONES EN CUENTA, A LA LUZ DE LA TEORIA GENERAL DE LOS TITULOS VALORES. 4.4 COMPARACIÓN ENTRE LA FORMAS DE TRANSFERENCIA, CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES Y MEDIDAS CAUTELARES SOBRE VALORES NEGOCIABLES Y TÍTULOS VALORES FÍSICOS. 4.5 NUEVA CLASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES 4.5.1 Tesis de la Diferenciación. 4.5.2 Tesis de la Asimilación al Derecho Registral. 4.5.3 Tesis de la Asimilación a los Títulos Valores.

#### **4.1 UN NUEVO CONCEPTO DE VALOR**

El derecho siempre ha buscado los símbolos del lenguaje gráfico sobre soportes materiales: la piedra, el bronce, la madera, el pergamino, el papel; para dar certeza, permanencia y estabilidad a las normas y a las declaraciones de voluntad; la aparición de los títulos valores corresponde a una fase de esa historia; pero el papel ha dejado de ser el soporte idóneo del derecho; la evolución de los sistemas sustitutivos representa el cambio del derecho a otras formas de representación distintas del título, pero no basta con sustituir el soporte por otros más modernos; es necesario establecer un tratamiento jurídico adecuado a estos nuevos hechos, porque ya no sirve para ellos la clásica construcción de los títulos valores.

Los valores representados mediante anotaciones en cuenta, son comúnmente llamados títulos electrónicos<sup>407</sup> o títulos informatizados, y por

---

<sup>407</sup> RAMIREZ VILLALOBOS, F.; Op. Cit. Pág. 25. Para la autora con el fenómeno de la desmaterialización y la aparición de las anotaciones en cuenta, es discutible si estamos en presencia de un nuevo concepto que se aleja de la tradicional doctrina de los títulos valores físicos; de aceptarse el concepto de título valor electrónico, este vendría a considerarse como la creación de una prestación sobre una base, archivo o centro de proceso operado electrónicamente sin necesidad de que repose o deba convertirse en un soporte de papel o similar, dado que su existencia, circulación, garantía o ejecución se cumplirán afectando una simple referencia o clave técnica. Esta concepción implicaría los siguientes aspectos: desaparecimiento de la firma autógrafa, la confianza de los usuarios, aspectos probatorios, la seguridad del sistema, nuevos conceptos de legitimación. Hasta ahora la noción de

la doctrina son también llamados valores mobiliarios como valores negociables, incluso nuestra legislación al referirse a ellos establece que son valores mobiliarios negociables, aunque bajo el acápite de valores negociables.<sup>408</sup>

A pesar de la difundida tesis sobre la sustancial identidad entre las nociones jurídicas de valor mobiliario y valor negociable, es una especie de mera actualización terminológica, parece que ambas operan en una dualidad de planos diferenciadores: la primera menciona y delimita especialmente dentro de la legislación de las sociedades anónimas y confirmada dentro del derecho registral mercantil, en el plano del derecho material de los título valor, y la segunda, mencionada y delimitada en el plano del derecho del mercado de valores.

Las notas características del supuesto de hecho valor mobiliario son las especificidad de la posición jurídica incorporada resultantes de la emisión en serie numerada, cualquiera que sea su forma de representación documental o electrónica. Tanto las acciones como las obligaciones son títulos específicos e individuales, aunque en lo económico parte alícuota del capital social o de una operación subyacente unitaria de naturaleza económica financiera.

---

documento ha sido restringida a un soporte de papel pero frente a los nuevos sistemas automatizados se abre la posibilidad de realizar la incorporación en un documento distinto, susceptible de ser procesado directamente en el computador.

<sup>408</sup> El Art. 1 de la L.A.E.V.C. Hace referencia a Valores negociables y establece que las anotaciones electrónicas en cuenta representan valores negociables mobiliarios, incorporados a un registro electrónico y no a un documento. Somos de la opinión que la legislación al regular que son las anotaciones en cuenta, bajo el acápite de valores negociables, de una forma indirecta pone mayor énfasis al concepto de valor negociable; lo que es comúnmente aceptado por la doctrina, que el concepto de valor negociable es mas utilizado que el de valor mobiliario y muchos lo consideran mas amplio que este ultimo.

Por el contrario, los valores negociables, ya sean mobiliarios o títulos de emisión individual, aunque masificada, se caracterizan por la generalidad o la susceptibilidad de tratamiento como cosa genérica, plenamente homogénea o fungible, dentro de cada emisión, subjetiva (entidad emisora), económica (como consecuencia de la emisión fáctica). En definitiva, como notas funcionales de la negociabilidad corresponde es esencia a su susceptibilidad en la transmisión de valores despersonalizada.<sup>409</sup>

Derivado del anterior planteamiento es posible convertir que la sustancial diferencia ontológica de ambos supuestos se presenta a través de una diferente significación y alcances propios de diversa naturaleza y planos jurídicos de referencia.

En efecto, no todos los valores mobiliarios son valores negociables, piénsese en las acciones que llevan incorporados un status de socio sujeto a prestaciones accesorias o sometido a cláusulas voluntarias de índole estatutaria restrictivas de la libre circulación, ni todos los valores negociables son necesariamente valores mobiliarios.

---

<sup>409</sup> MORA HIDALGO, M. “*Aspectos Esenciales de la Actividad de Custodia y Registro de Valores: Inmovilización, Desmaterialización y Anotación en Cuenta*” Universidad Complutense de Madrid. España. 2005. Pág. 25. Para el autor se entiende por valor negociable todo derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. Al respecto, AZUAJE, R. Y RODRÍGUEZ, N. “*Implicaciones Actuales del Avance Tecnológico en el Derecho Mercantil ¿Desmaterialización o Nueva Forma de Documentación de los Títulos Valores?*” Artículo publicado en la Revista de Derecho No. 22 del Tribunal Supremo de Justicia de Venezuela. Pág. 67. Las autoras exponen que la negociabilidad es algo mas amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos, y que deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes; se pretende superar la idea de transmisibilidad como concepto eminentemente jurídico en el que juegan una tradens y un accipiens determinados, por la idea, cargada de resonancias económicas, de negociabilidad, en la cual quienes contratan responden a una imagen objetiva, casi impersonal, y en la que, además, en multitud de ocasiones, quedan en un segundo plano, desdibujados, si no pretéritos, el verdadero titular-vendedor y el verdadero adquirente-comprador.

La noción jurídica de valor negociable, es puramente instrumental y se anuda a la aptitud funcional para constituirse en objeto de negociación, compensación y liquidación en los mercados secundarios de valores, así como la noción de valor mobiliario es principalmente material y se inspira en una ratio diversa.

Lo que está claro, es que entendidos los valores mobiliarios en su concepción tradicional, como títulos valores representativos de derechos de socio o de un empréstito de empresas y emitidos en serie, los valores negociables, no son necesariamente mobiliarios. En síntesis los títulos valores y las anotaciones en cuenta son valores mobiliarios y estas últimas además son valores negociables.

Los valores mobiliarios pueden ser considerados, en su aspecto sistemático, una especie de la categoría unitaria de los títulos valores o una categoría separada. Esto depende de los sistemas legales y de las doctrinas prevalecientes, pero cobra importancia de cara a la internacionalización de las transacciones y a la armonización de los instrumentos que se advierte en la práctica negocial.<sup>410</sup> Aunque la categoría sistemática de los títulos valores es, sin duda, una de las creaciones más formidables de la ciencia jurídica, suscita un permanente debate doctrinario.

---

<sup>410</sup> SANTOS MARTINEZ, V.; Op. Cit. Pág. 396. Para el autor el concepto de valor mobiliario responde a la función económica, el papel que desempeñan de captación del ahorro o de la inversión, la expresión de valor mobiliario es particularmente significativa de quienes consideran que tanto las anotaciones en cuenta son títulos de inversión, la franca apertura a la practicidad ofrecida por los actuales sistemas tecnológicos, en los que el tradicional título llega a quedar eliminado. Se puede hablar, en suma, de valores mobiliarios, como expresión de un concepto que puede tomar cuerpo tanto en verdaderos títulos valores, al modo tradicional, como en estos otros sistemas actuales de constatación y de transmisión de los derechos.

La posibilidad de representación de determinados valores a través de anotaciones en cuenta inutiliza el concepto de título valor, de tal forma que en la actualidad, los títulos valores y las anotaciones en cuenta son dos categorías diferenciadas, surgiendo, pues, la necesidad de definir una categoría más general que englobe debidamente a ambas, tal como la denominación de *derecho valor* o *valor*, la cual incluiría tanto al título valor-físico como al valor-anotación en cuenta.

Nuestra legislación recoge esta última posición al establecer en el Art. 1 L.A.E.V.C inc. 2 que los valores desmaterializados o anotados, al igual que los títulos valores, son una especie de valor.

No obstante considerarse que los títulos valores y las anotaciones en cuenta son dos categorías diferenciadas, si examinamos el régimen aplicable a la emisión, circulación y ejercicio de los derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta, podemos señalar que éste nos conduce más a una concepción de los valores anotados como valores sin título,<sup>411</sup> pero sometidos con las consiguientes variantes a la misma disciplina dogmáticamente construida para los títulos valores, que a su concepción

---

<sup>411</sup> OLIVENCIA ROJO, M.; *“Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado”*, Ed. Centro de Formación del Banco de España, Madrid, España, 1987. Pág. 87. Para el autor se debe reconocer que estamos ante una nueva forma de expresión de los derechos distinta de aquella forma tradicional de expresión, que han sido, y aún hoy son, los títulos valores. Aún reconociendo las diferencias que median entre los títulos valores y los valores sin título, hay, en efecto, quien ha intentado ya aplicar las notas características de los títulos valores a estos nuevos expedientes en los cuales lo que existen no son ya títulos, sino anotaciones en un registro contable. Tentación que ejercen los consabidos principios o notas características de los títulos valores es tan fuerte que, aun reconociendo la especificidad del nuevo régimen de los valores anotados, se ha llegado a decir que los principios fundamentales a que responde la disciplina de los títulos valores mantienen hoy toda su vigencia y han sido asumidos en sus mismos términos por el régimen de los valores anotados.

como surgimiento de una especie nueva, los derechos-valores, a la que debe dotarse de una nueva y específica disciplina.<sup>412</sup>

#### **4.2 VIGENCIA DE LOS PRINCIPIOS TRADICIONALES DE LOS TÍTULOS VALORES FRENTE A LAS ANOTACIONES EN CUENTA**

En la actualidad se está viviendo la era de las telecomunicaciones y el máximo desarrollo del Derecho Comercial, dando paso a figuras que aunque tienen una data longeva, se han visto apoyadas con la llegada de las nuevas tecnologías y han significado según algunos doctrinarios el resquebrajamiento de antiguas figuras jurídicas, lo que a su vez, responde a un fenómeno que algunos autores definen como la crisis del papel, para hacer alusión al inminente hecho de que se está prescindiendo de dicho material, siendo sustituido por otro tipo de soportes más económicos como el electrónico o magnético.

Dicho fenómeno ha significado que, instituciones como los Títulos Valores vean afectadas algunas características que eran consideradas inherentes a su esencia misma. Se habla entonces de que no es necesario, en algunos casos, que dicho título repose sobre un papel, lo que conlleva a la generación de una serie de consecuencias que obligan a un nuevo estudio y

---

<sup>412</sup> RAMIREZ VILLALOBOS, F.; Op. Cit. Pág. 28. Para la autora ciertamente, el régimen jurídico de los valores representados mediante anotaciones en cuenta es el propio de los valores mobiliarios, pues con las anotaciones en cuenta continúan utilizándose las terminologías y referencias esencialmente coincidentes con las establecidas respecto de los títulos valores. Así tenemos Se mantiene el recurso al término representación; Se atribuye a los valores representados la nota de fungibilidad, propia de los bienes muebles; Se reconocen tanto el vínculo entre el valor y su anotación, cuanto el efecto constitutivo del asiento contable; Se atribuye a la inscripción efectos de tradición, pues la transmisión del valor se produce por transferencia contable; Se presume la titularidad por la inscripción registral; y Se prevé la constitución de derechos reales sobre los nuevos valores.

al replanteamiento de dichas instituciones que ya no pueden ser consideradas de la forma tradicional.<sup>413</sup>

Los principios que de dicha definición se desprenden respecto de los valores anotados en cuenta en un escenario de desmaterialización, determinan una revisión de su contenido, particularmente los siguientes:

#### **4.2.1 Legitimación**

Según la teoría general de los títulos valores, se encuentra legitimado para ejercer el derecho en el título incorporado quien lo haya adquirido conforme a su ley de circulación debiendo exhibir para el efecto el título mismo. Respecto de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, este principio de la legitimación que podemos denominar por tenencia, viene a sustituirse por el de legitimación por inscripción registral.<sup>414</sup>

La L.A.E.V.C. en el Art., 38 establece que se presume legítimo titular de un valor anotado, quien figura en el Registro de Cuentas de Valores.

La legitimación, es una consecuencia lógica del carácter necesario del documento, el portador legítimo, para ejercitar el derecho debe legitimarse

---

<sup>413</sup> MORA HIDALGO, M.; Op. Cit. Pág. 20. Según el autor sea cual fuere la posición doctrinaria respecto al fenómeno de la crisis del papel y consecuentemente la desmaterialización, lo cierto es que el mismo impone un necesario análisis frente a los principios tradicionales de los títulos valores, tomando como principios tradicionales los consagrados por la doctrina y comúnmente aceptados como la literalidad, autonomía, circulación, abstracción y legitimación.

<sup>414</sup> DÍAZ-GRANADOS ORTIZ, C.; Op. Cit. Pág. 18. Explica la autora que en España, se ha dado esta solución, en cuya legislación se indica que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo, y, en consecuencia, podrá exigir a la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que de derecho el valor representado por anotaciones en cuenta. En las legislaciones de Uruguay, El Salvador y Guatemala, se contemplan disposiciones similares.

exhibiendo el título.<sup>415</sup> El portador del título debe equipararse al titular del derecho, es decir, obtener la investidura para legitimarse.

Pero en el supuesto de la existencia de ese título valor de forma electrónica, no sería necesaria la exhibición sino la simple demostración de la inscripción de los nombres en la cuenta donde se hace la anotación; eso es lo que daría, en efecto, la legitimación, siendo la persona allí inscrita la facultada para ejercer el derecho derivado del título.

Es importante diferenciar entre legitimación y titularidad para ilustrar que no es necesario ser el propietario para ser el acreedor del derecho expresado en el título, sino aparecer legitimado como poseedor del documento.<sup>416</sup>

La forma de acreditar la legitimación, en materia de valores anotados en cuenta, igualmente se redefine, en la medida en que ello se realiza

---

<sup>415</sup> HERNÁNDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 261. Según el autor el titular de la inscripción se encuentra plenamente legitimado, con carácter principal, para el ejercicio de los derechos integrantes de la condición de accionista u obligacionista frente a la entidad emisora y con carácter absoluto para la transmisión erga omnes. Se trata de una legitimación cartular principal que debe ser asimilada a la mera legitimación suplementaria referida a la inscripción en el libro de registro de acciones nominativas en los supuestos de esta índole. Asimismo y en función de no susceptibilidad de detentación física de las inscripciones contables por parte de los titulares, el legislador prevé la expedición por parte de las entidades adheridas a favor y a solicitud de aquellos de certificados documentales acreditativos de la inscripción de los valores en cuestión.

<sup>416</sup> AZUAJE, R. Y RODRÍGUEZ, N.; Op. Cit. Pág. 146. Según las autoras al respecto de la legitimación en materia de anotaciones en cuenta, surgen varias interrogantes, a saber: En las anotaciones en cuenta ¿el titular debe equipararse al legitimado para ejercer el derecho? Siendo así, ¿la legitimación activa haría referencia a la cualidad del título electrónico para atribuir a su titular la facultad de exigir la prestación indicada en el documento?, y, ¿la legitimación pasiva sería la condición liberatoria del pago hecho por el deudor a quien aparezca como titular legítimo del título?, ¿Qué pasa con las distintas leyes de circulación del documento? ¿La legitimación es siempre la misma?, al respecto las autoras, aclaran que la legitimación de ninguna manera constituye un elemento de la estructura del concepto título valor, sino un efecto de la posesión regular del mismo, quiere decir entonces, que puede que cambie la concepción del principio de la legitimación por considerar la existencia del documento valor electrónico, y ya no podríamos hablar del poseedor en ese mismo sentido, sino del titular de la anotación en cuenta, lo que conllevaría a la necesaria conclusión de que los valores deben emitirse de forma nominativa, siendo bastante improbable que se hiciese al portador.

mediante la exhibición de certificados o constancias de legitimación no negociables emitidas por la entidad depositaria.

De acuerdo al Art. 43 de la L.A.E.V.C La Depositaria podrá expedir constancias de legitimación a los titulares de cuentas de valores a través de un participante directo, en relación a la propiedad sobre valores anotados; y también a terceros legítimamente interesados, en relación a derechos o afectaciones inscritos en el Registro de Cuentas de Valores. Las constancias tendrán como único efecto legitimar a su titular para que ejerza los derechos que los valores anotados le confieren.

Tales certificados como es sabido, poseen una naturaleza jurídica similar a los meros títulos de legitimación por exhibición de las situaciones jurídicas susceptibles de incorporación, a favor de los titulares inscritos; su eficacia jurídica se circunscribe a la producción de efectos legitimatorios en orden al ejercicio de los derechos inherentes al status jurídico de referencia o a su transmisión, sobre la base de un principio de especialidad al no poder ser expedido más que un certificado para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, careciendo por tanto, de función circulatoria.

Estas constancias o certificados no negociables no son constitutivas del derecho, teniendo un carácter eminentemente probatorio. La Depositaria, al expedir el certificado correspondiente, acredita la titularidad del valor representado mediante anotaciones en cuenta.<sup>417</sup>

---

<sup>417</sup> MORA HIDALGO, M.; Op. Cit. Pág. 15. Explica el autor que al no existir publicidad formal en el registro de anotaciones, el certificado de legitimación no tiene más función que la de acreditar, mediante su exhibición, la legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los correspondientes valores. Los certificados que sólo pueden ser pedidos por los titulares que figuren en el registro, no consisten en la documentación de los valores anotados en

Los depositantes pueden encomendar a la entidad depositaria, en su función de administración de valores, el ejercicio de los derechos patrimoniales derivados de los valores anotados en cuenta. Los derechos sociales, por el contrario, deben ser ejercidos directamente por los titulares de dichos los valores mediante la exhibición de los certificados respectivos.

Lo anterior, tiene consecuencias tanto en relación con la legitimación activa como pasiva. La legitimación pasiva, como es conocido, consiste en la facultad del deudor de liberarse de su obligación una vez esta sea cumplida en los términos consignados en el documento y frente a quien se encuentra formalmente legitimado. En este nuevo esquema, las prestaciones económicas a cargo de los emisores se ejecutan mediante la presentación de los certificados o constancias respectivas, de tal forma que el pago contra su presentación resulta liberatorio.<sup>418</sup>

#### **4.2.2 Incorporación**

El principio de la incorporación indica que derecho y título forman una simbiosis, de suerte que el primero no puede ejercitarse sin el segundo. Por

---

cuenta y, por lo que, no confieren más derechos que los relativos a la legitimación. Por tanto, tales certificados no pueden ser objeto de actos de disposición. En tanto un certificado se haya expedido y no sea restituido a la entidad emisora, los valores a los que se refiera tal certificado quedarán inmovilizados en el registro contable. Tal inmovilización consiste en que la entidad encargada del registro no puede dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones. Tal regulación pretende evitar que el certificado se convierta en un documento de representación de los valores a los que se refiere, sustituyendo a la anotación contable. Cuando se produce la inmovilización, sólo cabe una excepción para que se permita alguna inscripción: que se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones forzosas judiciales o administrativas.

<sup>418</sup>SANTOS MARTINEZ, V.; Op. Cit. Pág. 465. Según el autor, la inscripción tiene un valor legitimador que, puede desplegar sus efectos frente a los terceros que intenten hacer valer sus pretensiones sobre los valores o contra los cuales se pretenda hacer valer esos derechos, es decir, el que aparezca como titular según los registros tiene a su favor una presunción de titularidad que debe regir en todos los terrenos y no solo para el ejercicio de los derechos, tal legitimación puede acreditarse mediante la exhibición del certificado respectivo.

lo anterior, los títulos valores se someten al régimen de los bienes muebles mercantiles.<sup>419</sup>

De ahí que el esquema tradicional de los títulos valores los someta al derecho de las cosas muebles, de los cual se deriva la exigencia de la posesión y presentación del títulos para el ejercicio del derecho o para su tradición, en concordancia con el régimen general conforme al cual en la transmisión de los derechos reales se exige título y modo Respecto de los títulos representados mediante anotaciones en cuenta en un escenario de supresión total del soporte de papel, la aplicabilidad de este principio depende en muy buena parte de la teoría que sobre el particular se adopte.

En efecto, para quienes el fenómeno de la desmaterialización involucra la supresión total de soporte documental, produciéndose una verdadera desincorporación del derecho respecto del título o documento, este principio no es en absoluto operante.

Por el contrario, para los que consideran que este fenómeno tal sólo involucra una sustitución del soporte material de los títulos valores, un reemplazo del soporte cartular del instrumento que tradicionalmente esta constituido por una base de papel, por otro de carácter informático o electrónico, este principio continuaría siendo predicable de los títulos representados mediante anotaciones en cuenta.

---

<sup>419</sup>MORA HIDALGO, M.; Op. Cit. Pág. 18. Para el autor la incorporación es un principio que a juicio de muchos autores se constituye como la base fundamental de la Teoría General de los Títulos Valores; tal afirmación es hecha en virtud de que la expresión título valor, (ya suficientemente controvertida en doctrina en cuanto a las acepciones de los vocablos que la componen), en realidad lo que quiere significar, es que el derecho está contenido en el título y llegan a estar fusionados hasta un punto tal, en el que el título no se concibe ya como el instrumento para el ejercicio del derecho, sino que pasa a constituir, incluso, el verdadero valor. Tradicionalmente, de acuerdo con este principio se concebía que en los títulos valores, el derecho quedaba incorporado a un título o documento de papel, de modo que, el derecho se materializaba convirtiéndose en cosa mueble.

De aceptarse esta teoría, el derecho vendría incorporado en un documento electrónico o informático, con sus especiales particularidades y características, que indiscutiblemente revisten diferencias con el instrumento soporte clásico de los títulos valores.<sup>420</sup>

### 4.2.3 Literalidad

La literalidad indica que el derecho del acreedor y las obligaciones del deudor se midan por el contenido literal del documento, no por el querer subjetivo de los suscriptores.<sup>421</sup>

Para algunos autores, en las anotaciones en cuenta, en un esquema de desmaterialización total, la literalidad siquiera incompleta o per relationem no puede venir referida al texto de unos documentos que no se llegan siquiera a emitir, por cuanto el contenido del derecho del titular viene dado por la escritura de otorgamiento de la emisión de las anotaciones, en las que constan los datos relativos al contenido del derecho de los valores.<sup>422</sup>

---

<sup>420</sup> ALEGRIA, H.; “*La Desmaterialización de los Títulos Valores*”, en Rev. Del Derecho Comercial y de las Obligaciones, 1ª ed., Ed. Depalma, Buenos Aires, Argentina 1988. Pág. 43. El autor expone otro principio, el de Necesidad de acuerdo con la noción jurídica general, para que un título exista, circule, se garantice, se grave, o se pueda ejercer el derecho incorporado en el instrumento, es indispensable la existencia de una base material, la cual ha sido concebida hasta el momento como una base de papel. Bajo el nuevo esquema, se trata de una comprobabilidad técnica del nacimiento, la subsistencia y la titularidad del derecho por quien lo ejerce. Igualmente, cabe afirmar que el principio de necesidad está referido a lo que cabría en llamar documento informático.

<sup>421</sup> TOLEDO GONZALEZ, V.; Op. Cit. Pág. 12. Para el autor en virtud de la literalidad, el derecho de cada beneficiario y la obligación de cada uno de los suscriptores son determinados por lo anotado en el propio documento, siempre y cuando no se viole lo dispuesto por la ley. Dicho en otras palabras, con motivo de la literalidad, los derechos (aspecto activo) y las obligaciones cambiarias (aspecto pasivo), se precisan cualitativamente y cuantitativamente por lo anotado en cada título. La literalidad consiste pues, en la medida o extensión que guardan los derechos y obligaciones incorporados en un título de crédito.

<sup>422</sup> RAMIREZ VILLALOBOS, F.; Op. Cit. Pág. 30. Para la autora la literalidad de las anotaciones en cuenta puede ubicarse dentro de la clase conocida como literalidad por remisión o indirecta, debiendo incluir la anotación, los elementos distintivos de su emisión y clase, así como la referencia a la escritura de emisión en la cual se contienen todas las circunstancias del derecho anotado. En la

No obstante debe considerarse que, aún tratándose de títulos incorporados sobre una base de papel, existen los llamados títulos valores causales, cuyo ejemplo típico son las acciones, en los cuales el contenido y extensión del derecho del tenedor no viene dado exclusivamente por el tenor literal del título, si no por lo que algunos han denominado literalidades complementarias. La discusión doctrinaria sobre el particular ha llegado al punto en que algunos consideran que, por tal circunstancia, tales instrumentos no puedan ser considerados como títulos valores.<sup>423</sup>

Así mismo, dado que las transferencias y la constitución de prendas y embargos, se realizan afectando los registros automatizados, podríamos afirmar que los derechos y obligaciones se miden por el tenor literal de dichos registros automatizados.

Al respecto la L.A.E.V.C en el Art. 30 inc. 2 establece que el texto literal del asiento de una emisión de valores anotados existente en dicho registro, determina el alcance y modalidades de los derechos y obligaciones del emisor.

#### **4.2.4 Autonomía**

La autonomía es un principio en virtud del cual cada titular del derecho lo adquiere como propio, siendo distinto e independiente del que tenía o podría tener quien le transfirió el título, por lo cual frente quien sea tenedor de

---

escritura habrá de reseñarse la denominación, número de anotaciones, valor nominal y cualesquiera otras características que determinen el contenido del derecho.

<sup>423</sup> HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 265. El autor expone que respecto a los valores inmovilizados, la literalidad, en cuanto al título físico guardado en las bodegas de la entidad depositaria, se rompe, por cuanto en el mismo no constan las transferencias posteriores a su depósito, ni los pagos parciales de capital e intereses. En cuanto a los registros automatizados, ellos en principio reflejan las características del título de que se trate y en tal sentido, conservan la literalidad del mismo.

buena fe, no pueden oponerse circunstancias derivadas de relaciones jurídicas en las cuales no haya intervenido.<sup>424</sup>

Así mismo, la obligación adquirida por el suscriptor del título, podrá serle exigida con independencia de la situación de los demás suscriptores, de forma tal que ninguno puede verse beneficiado de las excepciones que puedan proponer los demás.

El principio de la autonomía involucra la tutela jurídica al tenedor de buena fe, la cual, se atribuye de manera expresa o implícita a los valores representados mediante anotaciones en cuenta.<sup>425</sup>

La equiparación entre los valores anotados en cuenta y los documentados en base de papel o físicos, debe reflejar el reconocimiento al titular de una anotación contable de la tutela que representa la inoponibilidad de las excepciones que el emisor podría haber opuesto a anteriores titulares del valor, lo cual ha sido recogido por la mayoría de legislaciones latinoamericanas.<sup>426</sup>

---

<sup>424</sup> RECALDE CASTELLS, A.; Op. Cit. Pág. 3109. El autor expresa que la equiparación entre el régimen de los valores anotados y el de los documentos se refleja, igualmente, en el reconocimiento al titular de buena fe de una anotación contable de la tutela que en el orden jurídico- obligacional representa la inoponibilidad de las excepciones que el emisor podría haber opuesto a anteriores titulares del valor. No obstante, como es conocido esta propiedad opera de distinta forma en los valores mobiliarios y en otros títulos-valor.

<sup>425</sup> HERNANDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 263. Para el autor la autonomía constituye una consecuencia en sede circulatoria de la incorporación del derecho al documento o la inscripción en los registros contables correspondientes de la misma manera que la abstracción lo es en sede constitutiva. Ello significa la adquisición del título a Título originario por el cesionario del documento o la inscripción y, en consecuencia, del derecho incorporado, sobre la base de la entrega y no al derecho de su predecesor, ocupando una posición jurídica inmune a las posiciones jurídicas de los anteriores titulares y, en particular del transmitente, inmunidad en esencia referida a la existencia o inexistencia, validez o invalidez de los precedentes contratos de entrega o de inscripción; y no necesariamente la transmisión cartular del derecho real de titularidad, sino más bien un poder nuevo general pero no esencialmente comprendido en aquella.

<sup>426</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, F.; *“Representación de Acciones por Medio de Anotaciones en Cuenta”*, 1ª ed., Ed. Tirant lo Blanch. Valencia España. 1999. Pág. 145. Explica el autor que la legislación

No obstante se debe poner de presente que en los títulos valores tradicionales, la tutela al tenedor legítimo se fundamenta en la confianza de buena fe del adquirente respecto en la titularidad del transmitente, lo cual requiere una cierta consistencia en la apariencia en que se apoya esa confianza, lo cual resulta difícil hacer efectivo si, como ocurre en algunos sistemas en relación con las anotaciones en cuenta, faltan mecanismos de publicidad formal de estos registros.<sup>427</sup>

#### **4.2.5 Circulación**

La función circulatoria constituye el aspecto esencial de los títulos valores y determina su fundamento económico. Tradicionalmente, según su ley de circulación los títulos valores se han clasificado en títulos al portador, a la orden y nominativos. Los primeros circulan por la simple entrega del instrumento, los títulos valores a la orden por entrega y endoso y los títulos valores nominativos por entrega, endoso e inscripción en los libros del emisor.

Aunque en nuestro país, la ley establece expresamente que por la naturaleza de las anotaciones en cuenta, es inexistente la distinción entre nominativas, a la orden o al portador.

---

mexicana, establece expresamente que no se podrán oponer al adquirente de los valores las excepciones personales del obligado anteriores a la transmisión contra el autor de la misma. En España, se determina que el que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de personas que, según los asientos del registro contable, aparezcan legitimadas para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la transmisión haya obrado con mala fe o culpa grave.

<sup>427</sup> AZUAJE, R. y RODRÍGUEZ, N.; Op. Cit. Pág. 147. Las autoras consideran que la autonomía, con el fenómeno de la desmaterialización, resulta fortalecida. En este esquema, cada nueva negociación acarrea una verdadera creación del título valor, lo cual independiza totalmente el nuevo derecho que surge para cada nuevo adquirente, respecto de lo que hubiera podido ocurrir en negociaciones precedentes, por lo cual el efecto práctico de la experiencia cambiaria de porte electrónico es la salvaguardia y fortalecimiento del principio de la autonomía.

La doctrina ha considerado que los títulos o derechos desmaterializados tienen, respecto de su ley de circulación características de nominativos, en la medida en que su circulación surge de registros o sistemas informáticos en los cuales, necesariamente, debe identificarse a cada nuevo titular.

Por otra parte, en los valores representados mediante anotaciones en cuenta el desplazamiento no se presenta de forma material, por cuanto la transferencia de los mismos se efectúa por el simple registro de la operación en la entidad administradora del sistema, mediante asientos o trasposos contables.<sup>428</sup>

#### **4.2.6 Abstracción**

Al constituirse un título valor, el derecho que se incorpora en el, se independiza de la causa que le ha dado origen a su emisión; valdrá por sí mismo y vivirá, de forma independiente abstraído de toda relación anterior con cualquier otro negocio o causa de la cual haya derivado. Este principio es perfectamente asimilable a las anotaciones en cuenta aplicándose de la misma forma tanto para los títulos físicos como para los desmaterializados.

---

<sup>428</sup> DIAZ GRANADOS ORTIZ, C.; Op. Cit. Pág. 19. La autora expone que se podría llegar a sostener que, por no tener materialidad el instrumento, no existe tradición. No obstante, esto puede resultar discutible si se considera que si bien en un esquema de desmaterialización no existe un desplazamiento material del valor, sí se presenta una entrega simbólica del mismo, en la medida en que, en virtud de la afectación de los registros electrónicos mediante las notas contables de abono, se entiende que el valor ha quedado a disposición del adquirente. Debe recordarse que la transferencia del dominio por el modo tradición se realiza mediante la entrega del bien, la cual puede ser real o simbólica. Así las cosas, la tradición no sólo se efectúa cuando la cosa se entrega físicamente, si no también cuando se pone a disposición del adquirente quien podrá tomarla cuando lo desee.

#### 4.3 CLASIFICACION DE LA ANOTACIONES EN CUENTA, A LA LUZ DE LA TEORIA GENERAL DE LOS TITULOS VALORES

Si partimos de la forma en que se clasifican los Títulos Valores las Anotaciones en Cuenta serian:

- a. **Por la ley que los rige:** Serian nominados y excepcionalmente innominados.
- b. **Por el carácter del emisor:** Las Anotaciones en Cuenta pueden ser de origen público y/o privados.
- c. **Por su forma de emisión o creación:** Pueden ser seriales o en masa.
- d. **Por su forma de circulación o transmisión:** Conforme a la ley pueden ser nominativos.<sup>429</sup>
- e. **Por la sustantividad del documento:** Las Anotaciones en Cuenta, aunque en un principio deben ser considerados principales, pudiera entenderse que deben ser complementados con el documento que expida la depositaria.
- f. **Por su eficacia procesal:** Se entiende son limitados, en tanto debe ser complementada con el documento que expida la depositaria, acreditando la existencia de los valores y legitimando su dueño.
- g. **Por la relación con la causa:** Es decir, sobre la vida del titulo no hay duda que las Anotaciones en Cuenta son causales, en contraposición a las abstractos.
- h. **Por la naturaleza del documento:** Se clasifican dentro de los valores de participación.

---

<sup>429</sup> Somos de la opinión que doctrinariamente, si podemos clasificar a las Anotaciones en Cuenta como nominativas, aun cuando la Ley de Anotaciones Electrónicas en Cuenta, en el Art. 3 establezca que por la naturaleza de las anotaciones en cuenta, es inexistente la distinción entre normativas, a la orden o al portador.

- i. **Por su función económica:** Las Anotaciones en Cuenta son normalmente de especulación, aunque por los riesgos de pérdida puedan asemejarse a los de inversión.

#### 4.4 COMPARACIÓN ENTRE LA FORMAS DE TRANSFERENCIA, CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES Y MEDIDAS CAUTELARES SOBRE VALORES NEGOCIABLES Y TÍTULOS VALORES FÍSICOS

En la Teoría General de los Títulos Valores, se establecen, diferentes formas para hacer la transferencia de los Títulos Valores, por su parte, la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, también establece los mecanismos para hacer circular la riqueza que estos representan. Para establecer la diferencia entre unos y otros mecanismos, nos apoyaremos en el cuadro siguiente:

FORMA DE TRANSFERENCIA		TÍTULOS VALORES FÍSICOS	VALORES NEGOCIABLES
<b>Endoso</b>		Se hace a través de: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Endoso en blanco</li> <li>• Endoso al portador</li> <li>• Endoso en propiedad</li> <li>• Endoso en procuración</li> </ul>	Se hace a través del Endoso en administración, y por medio de: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Entrega de Escritura Pública</li> <li>• Entrega de Macrotítulo</li> <li>• Presentación de Títulos Físicos</li> </ul>
<b>Compraventa</b>	<b>Cesión Ordinaria de Derecho</b> Se realiza por medio de escritura pública y dependiendo de la forma de cómo se haga la cesión, se define cual será su carácter	Cuando se hace estableciendo un precio tiene el carácter de una venta, y se adquiere a través de la tradición	Se hace a través de la bolsa de valores en mercado primario o secundario por medio de transferencia entre cuenta.
<b>Donación</b>		Cuando se hace de forma gratuita es donación	Se hace basándose en las reglas del derecho común, es decir por medio de escritura pública.
<b>Transmisión por Causa de Muerte</b>		Se hace a través de testamento, o en una	Se puede establecer en el contrato de apertura y

	sucesión intestada, por medio de las diligencias de aceptación de herencia	administración de cuenta, los beneficiarios en caso de muerte y el porcentaje de cada uno o por las formas que establece el derecho común.
<b>Prenda</b>	Se hará a través de escritura pública y por medio de la figura del endoso en prenda.	Se hará a través de la inscripción en el Registro de Cuentas de Valores, el contrato de gravamen que se otorgará ante notario
<b>Usufructo</b>	Se pueden usufructuar solamente las acciones; los derechos personales del accionista serán ejercidos por el dueño de las acciones y los derechos patrimoniales corresponderán al tenedor legítimo de las acciones	No se pueden dar en usufructo los títulos anotados en cuenta, según disposición de la Ley de Anotaciones Electrónicas en Cuenta
<b>Embargo</b>	Se pueden embargar las acciones nominativas y los bonos de prenda a través de un mandamiento judicial de embargo, hasta finalizar el juicio respectivo.	Los embargos se inscriben en el Registro de Cuentas de Valores y se documenta en el Registro de Depósito de Emisiones; esta inscripción ocasiona la restricción e inmovilización de los valores, de tal forma que no se permite ningún tipo de operación con ellos hasta que los valores hayan sido liberados o mandados a pública subasta.
<b>Adjudicación en Pago</b>	Una vez declarada desierta la subasta, el acreedor puede pedir se le adjudiquen en pago los títulos embargados, a través de un mandato judicial, el cual en el caso de las anotaciones en cuenta deberá inscribirse en el registro de cuentas.	

## **4.5 NUEVA CLASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES <sup>430</sup>**

Con la implementación de la Anotaciones en Cuenta, las características que tradicionalmente se adjudicaban a los Títulos Valores, se adaptaron a las peculiaridades de los nuevos Títulos, mejor conocidos como Valores Negociables, sobre este punto, los autores se dividen en tres posturas:

### **4.5.1 Tesis de la Diferenciación**

Se formular una teoría o *ius speciale*, propio de los títulos desmaterializados en la cual se admitirán los principios que permiten su adecuación a la nueva realidad técnica.

Para quienes adoptan esta postura, no procede decir que las Anotaciones en Cuenta son una subespecie de los Títulos Valores, pues son forma de representación de valores, que está dotada de autonomía en relación con la clasificación tradicional de estos.

Las particularidades y diferencias entre la forma de emisión y representación de los Títulos Valores y la Anotación en Cuenta, son las que dan sustento para concluir, que estas últimas corresponden a una nueva forma de representación de derechos no incluíble en ninguna de las categorías existentes, a pesar que su régimen retoma elementos del derecho de los Títulos Valores y del derecho registral.

---

<sup>430</sup> Véase al respecto, NIETO CAROL, U.; Op. Cit. Pág. 27; HERNADEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 137 y sgs. ; ROJAS CHANG, A.; Op. Cit. Pág. 3; RECALDE CASTELLS, A.; Op. Cit. Pág. 3093; CACHÓN BLANCO, J.; Op. Cit. Pág. 141; ESPINA, D.; Op. Cit. Pág. 167.

#### **4.5.2 Tesis de la Asimilación al Derecho Registral**

Otros autores, opinan, que la Anotaciones en Cuenta son un nuevo Registro de Bienes, pues, consideran que estas se asemejan más a una inscripción en el Registro de la Propiedad, que a un Título Valor; en consecuencia debe ser al derecho registral, que se acuda, supletoriamente, en caso de un vacío legal en la regulación de las Anotaciones en Cuenta.

Contradictoriamente, en esta postura, tampoco se establece una asimilación total al derecho registral, pues, se admiten la existencia de diferencias que implican una necesaria adaptación.

#### **4.5.3 Tesis de la Asimilación a los Títulos Valores**

Consiste en la readecuación general de la teoría de los títulos valores. Los que sostienen esta posición, se basan en que la incorporación es una creación jurídica, de naturaleza instrumental, como tal, su contenido puede trasladarse sin perder su función, sin desnaturalizarse.

Los exponentes de esta tesis, establecen que la representación de los Títulos Valores mediante Anotaciones en Cuenta, no es más que una forma de incorporación, que sustituye el papel por un registro informático; por lo tanto todas aquellas normas que regulan los Títulos Valores son aplicables para los anotados en cuenta.

En razón de esta compatibilidad de normas, se descarta la creación de una nueva teoría y se considera a la anotación en Cuenta una categoría

paralela al concepto tradicional de Título Valor <sup>431</sup> que permanecería inmutable. Esta categoría, de la que anteriormente se ha hablado, aun no ha sido reconocida plenamente pero se le conoce como Valores o Derechos Valores. <sup>432</sup>

En este sentido, el valor de una teoría verdaderamente general es que ésta sobrevivirá a pesar de las revoluciones jurídicas o tecnológicas que imponga el transcurso del tiempo y la función de la regulación de las Anotaciones en Cuenta, sería la de reescribir la doctrina de los Títulos Valores para adaptarla a su nuevo soporte informático, sin que esta pierda su esencia. <sup>433</sup>

Esta tesis es la que mejor se aplica a nuestro régimen jurídico de Anotaciones en Cuenta, puesto que concuerda con el ánimo de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, que no busca desligar de la regulación tradicional a los Títulos Valores, más bien, se apoya en la regulación que hace el Código de Comercio sobre estos, para adaptarlo a las necesidades de los Títulos Valores Desmaterializados.

---

<sup>431</sup> HERNÁNDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág.138. el autor relata, que los impulsores de esta tesis, proponen un concepto amplio de Título Valor, en el cual se pueda incluir tanto los papeles como los registros informáticos.

<sup>432</sup> PASCUAL DE MIGUEL, A.; *“Prenda sobre Valores Representados mediante Anotaciones en Cuenta”*, Consejo General del Poder Judicial, 1ª Ed. Madrid, España, 1998, Pág. 31. Este autor plantea, que en los Derechos Valores, simplemente ha operado un cambio de soporte, y en ningún caso, la índole del soporte debe o puede adquirir rango dogmático; por tanto, los valores representados mediante anotaciones en cuenta, deben calificarse como bien mueble en sentido jurídico y no como bien inmaterial o derecho.

<sup>433</sup> HERNÁNDEZ AGUILAR, A.; Op. Cit. Pág. 167. El autor establece que al hablar de incorporación, que en su génesis fue una ficción jurídica apoyada en un soporte documental o material, necesariamente deberá movilizarse su base a un asiento de cuenta de naturaleza informática o electrónica, más no por ello la incorporación se extingue, solamente experimenta únicamente una readecuación.

## **CAPITULO V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

### **5.1 CONCLUSIONES**

1. La desmaterialización de títulos valores es el resultado de la fusión de dos procesos: el excesivo uso de los derechos representados en papel y el auge de la informática. Tiene su génesis en el mercado de Valores, el cual ha tenido que evolucionar para responder a estos cambios, por lo tanto, el derecho bursátil actualmente, brinda el resguardo jurídico para su libre desarrollo.

2. No todos los Títulos Valores son susceptibles de Desmaterialización, solamente aquellos que tengan como característica la emisión en serie o la agrupación en emisiones y la negociabilidad. Doctrinariamente, se discute si la desmaterialización se puede aplicar a otros títulos valores que no sean aquellos emitidos en serie, pero si negociables, manteniendo las mismas ventajas de fluidez en el tráfico y seguridad jurídica.

3. La Teoría General de los Títulos Valores, es de *data longeva*, y se ha consolidado como una de las creaciones más sólida y duraderas del derecho. La adaptación más fuerte que ha sufrido es el cambio de soporte en los Títulos Valores, que lejos de crear una ruptura, le ha permitido reestructurarse sin perder su esencia; y dar paso a un nuevo concepto denominado Derecho Valor, que encierra, tanto Títulos Valores, como Anotaciones en Cuenta.

4. La Desmaterialización de los Títulos Valores, en nuestro país es considerado un fenómeno reciente, pero, su origen y evolución comenzó hace 125 años. Aunque nuestra legislación es considerada una de las mas completas de Latinoamérica, no existen estudios de alto alcance sobre el tema, limitándose la información, al marco jurídico que norma el mercado de Valores, instructivos y Manuales de Operaciones.

5. En cuanto a la seguridad informática y jurídica, concluimos, que la Desmaterialización elimina de raíz las dificultades generadas por el deterioro, robo, hurto o extravío de los títulos, así mismo, evita los problemas generados por la falsedad de la firma del deudor o bien la posibilidad de oponer excepciones que se funden en el texto del documento, sin embargo, abre la puerta a nuevos retos, como evitar la intromisión de hackers, así como la necesaria regulación del delito informático.

## **5.2 RECOMENDACIONES**

1. Sistematizar la legislación sobre Anotaciones en Cuenta, pues se encuentra dispersa en instructivos, manuales y reglamentos tanto de la Bolsa de Valores, CEDEVAL, Ministerio de Hacienda, BCR y Superintendencia de Valores, para facilitar el desarrollo de la actividad bursátil.

2. Crear el Reglamento que complemente la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, para permitir la correcta aplicación de esta ley y facilitar la resolución de conflictos que al respecto sucedan.

3. La implementación de las Anotaciones en Cuenta, tiende a la realización de infinidad de actos y operaciones, requerirá la preparación de

juzgadores y tribunales en la materia mercantil, por lo tanto, es recomendable capacitar a los juzgadores sobre el tema y los conflictos que alrededor de este se susciten.

**4.** No obstante los beneficios de la Desmaterialización de Títulos Valores, también conlleva riesgos para los intervinientes en las operaciones bursátiles, por lo tanto, se debe reforzar la legislación mercantil y penal, en cuanto a la protección de los derechos de los usuarios compradores y emisores de estos documentos, así como también a las centrales depositarias e intermediarios.

**5.** Incentivar la investigación de asuntos no solo de interés social, si no también de temas, que coadyuven al mejoramiento y evolución de figuras jurídicas, que si bien, no tienen mayor incidencia en la realidad social, tienen amplia importancia en la construcción doctrinaria del derecho.

## BIBLIOGRAFIA

### LIBROS

ALEGRIA, H.; *“La Desmaterialización de los Títulos Valores”*, en Rev. Del Derecho Comercial y de las Obligaciones, 1ª ed., Ed. Depalma, Buenos Aires, Argentina 1988.

ANIDO, D.; *“El Mercado de Capitales: Algunos Aspectos Conceptuales”* Trabajo Inédito, Universidad de los Andes Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Escuela de Administración y Contaduría. Mérida, Venezuela, 1996.

ARAYA, C.; *“Títulos Circulatorios”*, Ed. Astrea, Buenos Aires, Argentina, 1989.

ASCARELLI, T.; *“Teoría General de los Títulos de Crédito”*, Traducción de Rene Cacheaux Sanabria, Ed. Jus, México, 1947.

ASTUDILLO URSÙA, P.; *“Los Títulos de Crédito”*, 5ª ed. Ed. Porrúa, México, 1998.

AZUERO RODRIGUEZ. S.; *“Contratos Bancarios: Su Significación en América Latina”* 4ª ed. FELABAN, Bogotá, Colombia, 1990.

BAQUEIRO ROJAS, E.; *“Derecho Civil”* 1ª ed. Ed. Oxford University Press México S.A. de C. V. México, 2002.

BROSETA PONT, M.; *“Manual de Derecho Mercantil”*, Vol. II, 12ª ed. Ed. Tecnos, España, 2005.

CACHÓN BLANCO, J. *“Derecho del Mercado de Valores”*. Tomo I, Ed. Dykinson. Madrid, 1992.

CERVANTES AHUMADA, R.; *“Títulos y Operaciones de Crédito”*, 11va. ed. Ed. Herrero, México, 1979.

CHIOVENDA, G.; *“Curso de Derecho Procesal Civil”*, Biblioteca Clásicos del Derecho Procesal Tomo IV. Ed. Mexicana. México. 1997.

CHULIÁ, F. V.; *“Introducción al Derecho Mercantil”*, 14ª ed. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, España, 2001.

DÁVALOS MEJÍA, C. F.; *“Títulos de Crédito”*, 2ª. ed. Ed. Rala, México, 1992.

DE ANGULO RODRIGUEZ, L.; *“Derechos de Crédito Representados Mediante Anotaciones en Cuenta y Negocios Jurídicos sobre los Mismos”*, en *Negocios sobre Derechos no Incorporados a Títulos Valores y sobre Relaciones Jurídicas Especiales*, 1ª ed, Ed. Civitas, España, 1994.

DELGADO, M.; CARRANZA, T.; MARTINEZ SUAREZ, F.; *“Informe de la Comisión de Legislación para el Señor Secretario del Supremo Tribunal de Justicia”*, 1ª ed. Imprenta Nacional, El Salvador, 1904.

DELGADO, M.; CARRANZA, T.; MARTINEZ SUAREZ, F.; *“Nuevo Código de Comercio de la Republica de El Salvador”*, Imprenta Nacional, 2da. Edición, El Salvador, 1904.

ESCUTI, I. A.; *“Títulos de Crédito”* 8ª ed. Ed. Astrea, Buenos Aires, Argentina, 2004.

ETCHEVERRY, R.; *“Derecho Comercial y Económico, Contratos Parte Especial”* Tomo III. 1ª ed., Ed. Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma. Buenos Aires, 2000.

FERRARA, R.C. y KALLMAN, J.; *“Tendencia hacia la Eliminación de los Certificados en el Derecho Norteamericano”*, Seminario La Desmaterialización de Títulos de Crédito, Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C. 1ª ed. México, 1986.

FUNES SATURNINO, J.; *“Fideicomiso”*, Ed. Depalma Argentina 1996.

GALGANO, F.; *“Derecho Comercial” El Empresario*, Vol. 1, 3ª ed, Italia, 1989.

GARCÍA KILROY, C.: *“Apuntes para la Liquidación de Valores”*, 1ª ed. Ed. San José, Costa Rica, 1998,

GARCIA-PITA Y LASTRES, J. L.; *“Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont” Tomo II*. Fundación Profesor Manuel Broseta. Ed. Tirant Lo Blanch, España, 1995.

GARRIGES J.; *“Curso de Derecho Mercantil”*, Tomo III, Ed. Temis, Colombia, 1989.

GARRIGUES, J *“Derecho Mercantil”*. Tomo I. 3ª ed. Ed. General Álvarez de Castro, Madrid, España, 1955.

GHERSI, C.; “*Contratos: Problemática Moderna*”, Ed. Ediciones Jurídicas Cuyo, Argentina 1996.

GOMEZ LEO, O. R.; “*Instituciones de derecho Cambiario*”, Tomo II –A, 2ª ed. Ed. DEPALMA, Argentina, 1986.

GONZÁLEZ CASTILLA, F.; “*Representación de Acciones por Medio de Anotaciones en Cuenta*” 1ª Ed, Ed. Tirant lo Blanch. Valencia España. 1999.

GUTIERREZ, P.; “*Fideicomiso y las Obligaciones Negociables*”, Ed. Ediciones Jurídicas Cuyo, Argentina 1998.

HERNADEZ AGUILAR, A; “*Títulos Valores y las Anotaciones en Cuenta*”, 1ª ed. Ed. Investigaciones Jurídicas S.A., San José CR. 2001.

HIDALGO-QUEHL, G.; “*La Bolsa de Valores de El Salvador: Antecedentes, Historia de su Fundación y sus Primeros Diez Años de Operaciones*”, 1ª ed. Bolsa de Valores de El Salvador, 2002.

KENNY, M.; “*Obligaciones Negociables*”, Editorial Abeledo-Perrot, Argentina 1996.

LARA VELADO. R.; “*Introducción al Estudio del Derecho Mercantil*”, 2ª ed. Ed. Universitaria de El Salvador. El Salvador. 1972.

LIBERTINI, M.; “*Premesse a una Revizione della Teoria Unitaria del Titoli di Credito*”, en Banca, Borsa e Titoli di Credito, Italia, 1972.

LOPEZ VILLAR, J. M.; *“Representación de las Partes en que se Divide el Capital Social”*, en Estudios de Contratos sobre Acciones en Homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci, 1ª ed. Ed. CIVITAS, España, 1994.

MANTILLA MOLINA, R.; *“Títulos de Crédito Cambiarios”*, 1ª ed. Ed. Porrúa, S.A., México. 1977.

MEJÍAS GÓMEZ, J.; *“Acciones Representadas Mediante Anotaciones en Cuenta, Transmisión y Pignoración”*, en Contratos Sobre Acciones en homenaje a Federico Pérez Padilla y Yanci, 1ª ed., Editorial Civitas, España, 1994.

MINISTERIO DE JUSTICIA *“Proyecto de Código de Comercio de la República de El Salvador”*, Publicación del Ministerio de Justicia, 1ª Edición, El Salvador, 1959.

MUÑOZ, L.; *“Contratos y Negocios Jurídicos Financieros”* Tomo II. Ed. Universidad. Buenos Aires, Argentina, 1981.

MORA HIDALGO, M. *“Aspectos Esenciales de la Actividad de Custodia y Registro de Valores: Inmovilización, Desmaterialización y Anotación en Cuenta”* Universidad Complutense de Madrid. España. 2005.

MOREAU – NÉRET, V. Y.; *“Les Valeurs Françaises Depius”*, Paris, 1950, Traducción de Editorial ROUGE, España, 1960.

MORLES HERNÁNDEZ, A.; *“Curso de Derecho Mercantil”*. 1ª ed. Ed. Sucre, Caracas, Venezuela, 2000.

MOYA ARJONA, F.; *“Sistema Financiero Español”*, Trabajo Inédita, España, 1999.

MURUA, J.; *“El Depósito Colectivo de Valores sobre el Funcionamiento de la Caja de Valores en Argentina”*, En Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Ciudad de México D.F. 1976.

NIETO CAROL, U.; *“Garantías Reales Inmobiliarias”* Consejo General del Poder Público. Madrid, España, 1998.

OLIVENCIA ROJO, M.; *“Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado”*, Ed. Centro de Formación del Banco de España, Madrid, España, 1987.

PASCUAL DE MIGUEL, A.; *“Prenda sobre Valores Representados mediante Anotaciones en Cuenta”*, Consejo General del Poder Judicial, 1ª Ed. Madrid, España, 1998.

PEINADO GRACIA, J, U.; *“Títulos de Crédito Atípicos”*, en Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont Tomo III, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, España. 1995.

RADRESA, E.; *“Bolsas y Contratos Bursátiles”*, 1ª ed., Ed. Depalma, Buenos Aires. 1995.

RAMIREZ, M.; *“Mercados Financieros”*, 1ª ed. Asociación de Bancos de México, México D.F., 2005,

RAMIREZ VALENZUELA, A.; *“Introducción al Derecho Mercantil y Fiscal”*, 1ª ed. Ed. LIMUSA, México, 1993

RECALDE CASTELLS, A. *“La Desmaterialización de los Valores Privados en España” (EL sistema de anotaciones en cuenta)*, en Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont Tomo III, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, España, 1995

ROMERO CARRILLO, R.; *“Nociones de Derecho Hereditario”* 2ª ed. Ed. JURIDICA, El Salvador. 1988

RODRIGUEZ RODRIGUEZ, J.; *“Curso de Derecho Mercantil Tomo I”*, 13ª ed., Ed. Porrúa, S. A. México, 1978.

RUIZ DE VELASCO Y DEL VALLE, A.; *“Manual de Derecho Mercantil”*, 2da. Ed. Universidad Pontificia COMILLAS. España, 2003.

SANCHEZ ANDRES, A. *“La Reforma de los Mercados de Títulos en España”*, en Estudios de Derecho Bancario y Bursátil homenaje a Evelio Verdura y Tulles, Ed. Tirant lo Blanch, Madrid, España, 1994.

SANCHEZ CALERO, F.; *“Instituciones de Derecho Mercantil”* Tomo II 20ª ed. Ed. Mc Graw-Hill, Madrid 1997.

SANIN ECHEVERRI, E.; *“Títulos Valores”*, 5ta. Ed. Ediciones Librería del Profesional, Colombia, 1996.

SANTOS MARTINEZ, V. *“Acciones y Obligaciones Representadas Mediante Anotaciones en Cuenta”* en Derecho de Sociedades Anónimas Tomo II, Capital y Acciones Vol. I, 1ª Edición, Ed. Civitas, S.A., Madrid, España, 1994.

TOLEDO GONZÁLEZ, V.; "*La Desmaterialización de Títulos de Crédito* ", Memorias del Congreso Internacional de Derecho Mercantil, Universidad Autónoma de México, México, 2000.

TORREALBA TORUÑO, O.; "*Las Leyes Latinoamericanas sobre Títulos Valores y la Doctrina Italiana*", 1ª ed. Ed. Juricentro, Costa Rica, 1987.

URIA, R.; "*Derecho Mercantil*", 26 ed. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., España, 1999.

VALENZUELA GARACH, F. "*La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores*", Editorial CIVITAS, Madrid, España, 1993.

VASQUEZ LOPEZ, L.; "*Derecho Mercantil los Títulos Valores*", Recopilación de Separatas, Ed. Lis, El Salvador, 2001.

VIANA, J.; "*Código de Comercio, Decretado, Sancionado y Promulgado en 30 de mayo de 1829*", Tomo I, Ed. Madrid, España, 1829.

VILLEGAS. C. G.; "*El Crédito Bancario*". Ed. DePalma, Buenos Aires, Argentina, 1988.

VILLEGAS, C. G.; "*Manual de Títulos Valores*" 1ª ed. Ed. ABELEDO - PERROT, Argentina, 1990.

VIVANTE, C.; "*Instituzioni di Diritto Commerciale*" 1ª Ed. Milán, Italia, 1929, Traducción Ed. La España Moderna, España, 1932.

VIVANTE, C.; *“Tratatto di Diritto Commerciale”*, Vol. III, 5ª ed. Milán, Italia, 1929, Traducción Ed. La España Moderna, España, 1932.

## TESIS

FERNANDEZ, F.; et all *“Bolsa de Valores”*, Trabajo Inédito, Universidad de Caracas, Venezuela 2001

GONZALEZ, I.; *“Bolsa de Valores en El Salvador”* Trabajo Inédito, El Salvador, 2006.

GONZÁLEZ HERNÁNDEZ, H. J.; Tesis Doctoral *“Valor Probatorio del Documento Electrónico”*, Universidad del Zulia, Maracaibo, Venezuela, 2000.

HERNADEZ GUTIERREZ, J.; *“La Prenda Mercantil”* Tesis para obtener el título de Doctor en Jurisprudencia y Ciencias Sociales, Universidad de El Salvador, San Salvador, noviembre 1973.

JIMENEZ, E y FLORES, M.; *“La Ley del Mercado de Valores y Algunas Consideraciones en El Salvador”*, Tesis para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas, Univesidad del El Salvador, El Salvador, 2000.

LUNA RODRIGUEZ, R.; *“Aspectos Jurídicos de los Contratos de Bolsa y su Normativa en la Ley Reguladora del Mercado de Valores”*, Trabajo Inédito, Universidad de Costa Rica, 1994.

NAJARRO, K. B., et all.; Tesis *“Comercio Electrónico y su implicación en las Transformaciones Económicas y Tecnológicas de los Países en Desarrollo”*, Universidad de El Salvador, 2002.

PEREIRA CHACON, L. P., et all.; Tesis “*Consecuencias Jurídico – Financiero del Endoso en Administración Regulado en Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta*”, Universidad De El Salvador, El Salvador, 2006.

## **LEGISLACION**

CÓDIGO DE COMERCIO DE LA REPUBLICA DE EL SALVADOR DE 1882, Nueva Edición, Tipografía “LA LUZ”, El Salvador, D.L. del 1º de noviembre de 1882, D.O. N° 70, Tomo 33, del 1º de febrero de 1893.

NUEVO CÓDIGO DE COMERCIO DE LA REPUBLICA DE EL SALVADOR DE 1904, Imprenta Nacional, 2da. Edición, El Salvador, 1904. D.L. del 17 de marzo de 1904, D.O. N° 156, Tomo 57, del 54 de Julio de 1904.

CÓDIGO DE COMERCIO DE LA REPÚBLICA DE EI SALVADOR DE 1970, 2da ed. Ed. Imprenta Nacional, El Salvador, 1970. D.L. 671 del 8 de mayo de 1970, D.O. N° 140, Tomo 228 del 31 de julio de 1970.

LEY DE ANOTACIONES ELECTRONICAS DE VALORES EN CUENTA D.L No. 742 del 21 de febrero del 2002, D. O. N° 57, Tomo N° 354 del 22 de marzo de 2002.

LEY DE INVERSIONES PARA LA LEY DEL SISTEMA DE AHORRO PARA PENSIONES, D. E. No 21, del 18 de febrero de 1998, D.O. No 40, Tomo 338 del 27 de febrero de 1998 y reformado mediante D.L. N° 38, del 15 de marzo del 2002, publicado en el D.O. N° 52, Tomo 354, del 15 de marzo del 2002.

LEY ORGÁNICA DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DEL ESTADO (Ley SAFI), D. L. No 56 de 23 de noviembre de 1995 D. O. No 7 Tomo 330 de 11 de enero de 1996, y reformada mediante D.L. No 569 de del 22 de diciembre del 2004, publicado en el D.O. N° 240, Tomo 365, del 23 de diciembre del 2004.

REGLAMENTO DE LA LEY ORGÁNICA DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DEL ESTADO, D.E. No 82 del 16 de agosto de 1996, D.O. No 161 Tomo 332 del 30 de agosto de 1996 y reformado mediante D.E. N° 49, del 03 de mayo del 2004, D.O. N° 101, Tomo 363, del 02 de junio del 2004.

LEY ORGÁNICA DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DE El Salvador, D.L. No 746 del 22 de marzo de 1991 D.O. No 89 Tomo 311 del 3 de mayo de 1991 y reformada mediante D.L. No 201, del 30 de noviembre de 2000. D.O. No 241, Tomo 349, del 22 de diciembre de 2000.

LEY DEL MERCADO DE VALORES Y SU REGLAMENTO, D. E. No 52 del 13 de mayo de 1999, D.O. N° 98 Tomo 343, del 27 de mayo de 1999.

LEY ORGÁNICA DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES, D.L. N° 537, del 27 de Enero de 1999, D.O. N° 33, Tomo 342, el 17 de Febrero de 1999.

LEY DE PRENDA AGRARIA, GANADERA O INDUSTRIAL, promulgada por Decreto Legislativo de 24 de octubre de 1933, publicado en el Diario Oficial del 31 de octubre de 1933.

LEY DE AHORRO VOLUNTARIO EN LOS BANCOS DE EMISION, promulgada por Decreto Legislativo de 2 de mayo de 1928, publicado en el Diario Oficial del 6 de junio de 1928.

LEY DE FIDEICOMISOS, promulgada por Decreto Legislativo de 12 de noviembre de 1937, publicado en el Diario Oficial del 1º de diciembre de 1937 (nueva publicación).

LEY DE EMPRESAS DE CAPITALIZACION, promulgada por Decreto Legislativo de 2 de octubre de 1935, publicado en el Diario Oficial del 7 de octubre de 1935.

LEY DE ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO, promulgada por Decreto Legislativo de 11 de noviembre de 1938, publicado en el Diario Oficial del 16 de noviembre de 1938.

REGLAMENTO GENERAL INTERNO CENTRAL DE DEPOSITO DE VALORES S. A. DE CEDEVAL, aprobado el 3 de marzo de 1998, en resolución JD-1/98, y por la Superintendencia de Valores el 19 de marzo de 1998 en CD- 18/98.

INSTRUCTIVO OPERATIVIDAD BURSÁTIL, aprobado Junta Directiva de BVES, Número JD-15/2006, celebrada el 18 de Julio de 2006 y entra en vigencia a partir del 08 de Agosto de 2006. Y por la Superintendencia de Valores en sesión de Consejo Directivo No. 041/2002 de fecha 31 de octubre de 2002.

INSTRUCTIVO PARA LA COLOCACIÓN DE VALORES EMITIDOS POR LA REPÚBLICA DE EL SALVADOR, dictado por el Ministerio de Hacienda en relación al Art. 9 Ley SAFI, del 9 de agosto de 2005.

INSTRUCTIVO PARA COLOCACIÓN EN BOLSA emitido por la Junta Directiva de la BVES en sesión JD-17/2006, celebrada el día 8 de agosto del

2006, modificado en sesión JD-1/2007 del 9/1/2007 vigente partir del 12 de enero de 2007.

MANUAL DE OPERACIONES DE CEDEVAL, emitido según acuerdo de Junta Directiva de CEDEVAL, JD-5/1500, y aprobado por la la Superintendencia de Valores en sesión de Consejo Directivo No. 040/2000 de fecha 31 de mayo de 2002.

MANUAL DE POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS DE SEGURIDAD, RESPALDOS Y RECUPERACIÓN DE SISTEMAS DE INFORMACIÓN DE LA CENTRAL DE DEPÓSITO DE VALORES, S.A. DE C.V., CEDEVAL, aprobado en Sesión 34 del 23 de septiembre de 2004.

#### **D. JURISPRUDENCIA**

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS1514.95*, 09:00h 19-05-95. Caso Parada. vrs. Adán Hernández García y otro.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CS1184.00*, 14:30h, 26-05-2000 caso Alex Alfonso Salaverría Lagos, Vrs. "AGROIN LA JOYA, S.A. de C.V."

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS1367.02*, 09:00h 25-09-02.Caso Productos Agroquímicos de Centroamérica S.A. vrs. Cooperativa la Laguneta de Responsabilidad Limitada.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia ACS166105.05*, 12:20h 02-03-05. Caso Rey Antonio Adalberto Gavidia Larios vrs. Estado y Gobierno de El Salvador y Banco Central de Reserva de El Salvador.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS1499.03*, 14:15h 25-02-03. Caso Prieto, S.A. vrs. Julio Adolfo Rey Prendes.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS60.03* 11:11h, 19-08-2003, caso Rogelio Miguel Ángel Tobar vrs. Sergio Armando Varela Durán.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS1641.03*, 08:05 h 29-10-2003, caso Manuel Laínez Méndez vrs. Central de Fianzas y Seguros, S.A.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia AMS1662.05*, 15:30h 02-03-05. Caso Ricardo Gavidia Larios vrs. Estado y Gobierno de El Salvador, y el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS251C04.05*, 09:14h 15-04-2005. Caso Muysmond Ávila, S.A. de C.V. vrs. Leopoldo Arturo Barrientos Córdoba.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS1107.00*, 15:10h 30-10-2000. Caso Caja de Crédito de San Ignacio, Sociedad Cooperativa de Responsabilidad Limitada de C.V. vrs. David Handal, Ana Lorena Ponce de Handal y David Handal Morales.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS1482.03*, 09:00h 08-09-2003. Caso QUIMAGRO, S.A. de C.V. vrs. Banco de Comercio de El Salvador, S.A

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMI33C04.04*, 12:15h 17-10-06. Caso Banco Cuscatlán S. A. vrs. La Pirámide, S. A. de C. V.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia CMS1313.03*, 10:15h 11-08-03. Caso PROMERICA, S.A. de C.V. vrs. Roberto Bukele Siman.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia. *Sentencia. CMS84C04.05*, 09:15h 14-03-05. Caso Borgonovo Pohl, S.A. de C.V. vrs. Super Inversiones, S.A. de C.V.

Sala de lo Civil de la Corte Suprema de Justicia, *Sentencia Interlocutoria CMI33C04.04*, 10:20h 09-08-04. Caso Repinter, S. A. de C. V. vrs. Inversiones Intercontinentales, S. A. de C. V.

Cámara Primera de lo Civil de la Primera Sección del Centro, *Sentencia Definitiva*, 12:00h 16-06-94. Caso Tránsito Eliseo Aguilar vrs. Sucesión CIRIACO ARIAS.

## **REVISTAS**

AZUAJE, R. Y RODRÍGUEZ, N. *“Implicaciones Actuales del Avance Tecnológico en el Derecho Mercantil ¿Desmaterialización o Nueva Forma de Documentación de los Títulos Valores?”* Artículo publicado en Rev. De Derecho No. 22 del Tribunal Supremo de Justicia de Venezuela.

BAGEHOT, W.; en Rev. *“Lombard Street, London Monetary Market”*, Londres, Inglaterra. 2002.

DÍAZ GRANADOS ORTIZ, C.; *“Títulos Valores Electrónicos”*, en Rev. Banca, Bolsa y Seguros de la Federación Latinoamericana de Bancos FELABAN, Ediciones Digitales, Colombia, 2003.

FUSADES.; *“Reflexiones sobre el anteproyecto de reformas al Código de Comercio, presentado a la Asamblea Legislativa”*, Ed. FUSADES, El Salvador, 2002.

LEON, E.; *“Datos Importantes sobre la Bolsa de Valores”* en Rev. Internacional Gestipolis, El Salvador. 2000.

MARTINEZ MUÑOZ, A. *“Los Valores Representados en Anotaciones: Algunos Interrogantes Operativos”*, en Rev. Derecho de los Negocios, No 26, Madrid, España, 1992.

MENDOZA LUNA, A.; *“Desmaterialización de Valores Mobiliarios. Algunas reflexiones a propósito de la Ley de Títulos Valores”*, en Rev. De Derecho Informático ALFA-REDI, N. 031, Argentina, 2001.

PIAGGI A. I. *“El Comercio Electrónico y el Nuevo Escenario de los Negocios”* en Rev. Títulos Negociables, Ediciones Digitales, Costa Rica, Marzo, 2003.

RAMIREZ VILLALOBOS, F.; *“La Crisis del Papel: La Desmaterialización de los Títulos Valores y la Aparición de las Anotaciones en Cuenta”*, en Rev. Acta Académica, N. 25, Universidad Autónoma de Centro América, Costa Rica, 1999.

RICO CARRILLO, M. *“El Pago Mediante Dinero Electrónico”*, en Rev. CBL Journal, Cyberbanking & Law, Venezuela, Enero de 2003.

RÍOS RUIZ W. R.; *“La Factura Electrónica Desmaterialización de los Títulos Valores”*, en Revista de Derecho Informático ALFA - REDI No. 061 - Agosto del 2003.

ROJAS CHANG, A. ; *“Anotaciones en Cuenta y Desmaterialización del Título Valor”*, en Rev. Banca, Bolsa y Seguros, Costa Rica, 1998.

SANTAMARIA, I.; *“Una Bolsa de Valores”* en Rev. El Economista, El Salvador, 27 de noviembre de 2006.

SANTAMARIA, I.; *“Wall Street a la Vuelta de la Esquina”* en Rev. El Economista del 28 de agosto de 2007.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES. (SUPERVAL), Rev. *Mundo de Inversiones*, Campaña Educativa e Informativa de la Superintendencia de Valores, San Salvador, 5 de junio de 2003.

## **BOLETINES**

BVES. *“La Bolsa: Historia, Resumen Histórico y Acontecimientos año 1999”*. Boletín General Informativo emitido por la BVES.

BVES. *“La Bolsa: Historia, Resumen Histórico y Acontecimientos año 2002”*, Boletín General Informativo emitido por la BVES.

*Guía Informativa sobre Productos Bursátiles* de Agosto 2007 de la Bolsa de Valores de El Salvador.

RICARDO RAMÍREZ FUENTES, en Conferencia “*De los Títulos Valores a las Anotaciones en Cuenta*”, en San Salvador, El Salvador, 4 de Octubre de 2004.

MARIANO NOVOA FLORES, en comunicado “*Desmaterialización de Acciones*”, emitido por CEDEVAL, en San Salvador, El Salvador, 2 de Junio de 2007.

MARIANO NOVOA FLORES, en Conferencia “*Desmaterialización de Acciones de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.*” en San Salvador, El Salvador, 13 Agosto de 2007.

MARIANO NOVOA FLORES, en Seminario “*Rol de los Centros Depositarios (CSDs) en el Desarrollo del Mercado*”, Sao Paulo, Brasil, 15 de Noviembre de 2006.

ROLANDO DUARTE SCHLAGETER Y MARIANO NOVOA FLORES, en comunicado. “*La Bolsa de Valores, Primera Empresa en El Salvador en Desmaterializar sus acciones*” emitido por CEDEVAL Y BVES, en San Salvador, el 15 de agosto de 2007.