

## **CAPÍTULO XI**

### **BOLSAS DE VALORES Y DE PRODUCTOS Y MERCADO DE CAPITALES**

**SUMARIO:** 1.- Ideas generales del mercado financiero y las bolsas de valores y de productos. 2.- Antecedentes históricos de las bolsas de productos y de valores. 3.- Bolsas de comercio y de valores en el paraguay. 4.- La necesidad de diferenciar entre bolsas de valores y de comercio o productos. 5.- Leyes que rigen las bolsas y el mercado de capitales. 6.- Comisión nacional de valores. 7.- Función económica de las bolsas de productos. 8.- Tipo de sociedad que asume la bolsa de productos. 9.- Función económica de las bolsas de productos. 10.- Importancia de las bolsas de productos. 11.- Intervención de la autoridad en la constitución y funcionamiento de la bolsa de productos. 12.- Sistema consagrado por nuestra legislación. 13.- Operaciones que pueden realizarse. 14.- Operaciones prohibidas. 15.- Formas de contratación y de pago. 16.- Cotización de bolsa. Inadmisibilidad de los incapaces y prohibición de cotizar títulos legales. 17.- Estructura de la bolsa de productos. 18.- Función económica de las bolsas de valores. 19.- Importancia de las bolsas de valores. 20.- Sistema consagrado por nuestra legislación. 21.- Tipo de sociedad que asume la bolsa de valores. 22.- Cotización de bolsa. Prohibición e cotizar títulos ilegales. 23.- Breve referencia a los títulos valores emitidos en serie. 24.- Negociación de los títulos valores a través de la bolsa de valores. 25.- Autoridad de control del mercado de valores. 26.- Las bolsas de valores. 27.- Las casas de bolsas de valores. 28.- Agentes de bolsa o intermediarios colocadores. 29.- Las ruedas de bolsas. 30.- ¿Cuáles títulos valores son objeto de oferta pública en la bolsa de valores? 31.- ¿Que sociedades pueden emitir títulos valores destinados a la oferta pública? 32.- Sociedades emisoras y las de capital abierto y la bolsa de valores. 33.- Mercados de valores primarios y secundarios. 34.- ¿Cuáles son las reglas circulatorias de los títulos valores por oferta pública? 35.- Circulación de los títulos valores. 36.- Naturaleza jurídica diversa de los títulos valores en relación a los títulos de crédito. 37.- Circulación de los títulos valores. 38.- La securitización o titulación y su incidencia en el mercado de valores. 39.- La sociedad calificadora de riesgo y su función en el mercado de valores.

#### **PRIMERA PARTE**

##### **1- IDEAS GENERALES DEL MERCADO FINANCIERO Y LAS BOLSAS DE VALORES Y DE PRODUCTOS**

En el mercado, como conjunto de factores económicos que hacen a la economía del país, concurren por una lado la producción dada como el intercambio de bienes y servicios o la producción de bienes, y que las denominamos sistema productivo (industrial, agrícola, etc.); pero, por el otro, está el mercado financiero que concurre como factor que ayuda a formar el capital del sistema productivo. El sistema financiero ayuda a financiar o crear el soporte de dinero para el sistema productivo dado que lo requiere para su realización y este se conforma de dos maneras: por un lado, por el mercado de crédito, que es el mercado dinerario y que sirve para los créditos de corto plazo y, por el otro, el mercado de capitales que está formado por el mercado de valores.

Entonces, la composición de ese mercado financiero está dada por el dinero como crédito a corto plazo, que se canalizan por los bancos y las financieras, operando por dinero en efectivo y los títulos de crédito de negociación individual. Este último a su vez se mueve e interesa a los inversores particulares por su fácil circulación y produce nueva financiación que retroalimenta el sistema. Tanto las financieras como los bancos se nutren de los ahorros y de la emisión de títulos y con ellos forma el ciclo del mercado de crédito.

Sin embargo, en lo que a nosotros nos interesa, el mercado financiero también está compuesto por el mercado de capital, que es el que lo nutre con crédito de mediano y largo plazos y opera a través de las bolsas de valores que activan en el mercado de valores, por el cual se realiza las inversiones en valores por oferta pública. También conforma el mercado financiero la bolsas de productos que con la generación de compra a futuro es poderoso factor de activación económica. La otra vertiente del mercado de capitales se conforma con los fondos patrimoniales de inversión, los fideicomisos y las titulaciones.

Lo importante es entender que las bolsas de valores y bolsas de productos de comercio conforman el mercado de capitales y son las que proveen la financiación a los medios productivos. La ventaja del mercado de valores es el bajo costo de la financiación. Son más bajos que el sistema bancario y tiene ventajas fiscales. Básicamente el sistema de mercado de valores consiste en la emisión de títulos que se venden por oferta pública en la bolsa de valores. El atractivo para la adquisición de los títulos valores como inversión son las rentas que producen, que en el caso de algunos como los bonos del Banco Central seducen por la seguridad de esas rentas, pero en lo que importa la venta de acciones de las SAECA que ayudan a sustentar financieramente los emprendimientos económicos.

Las rentas de los títulos valores pueden ser fijas, cuando tiene señalado un porcentaje preestablecido de intereses fijos o de rentas variables, como aquellas acciones de sociedades anónimas que participan de las ganancias o de las pérdidas.

## **2-ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS Y DE VALORES**

Desde muy antiguo los comerciantes sintieron la necesidad de celebrar reuniones periódicas para establecer relaciones continuas y reglas ciertas a los efectos de facilitar el desenvolvimiento de sus transacciones. En las ciudades antiguas los comerciantes se reunían en los llamados mercados. En Roma, tales reuniones eran frecuentes y tenían un local constituido ex profeso (collegium mercatorum). Lo que más contribuyó al florecimiento de las ferias fueron las festividades religiosas. En la Edad Media es donde con mayor apogeo surgieron dichas ferias; también podemos citar como circunstancias que la impulsaron el comercio con el Oriente y el descubrimiento de América, como así también los avances tecnológicos. Estas reuniones de comerciantes formaban las ferias o mercados, pero para las llamadas bolsas, Jorge H. Escobar nos señala como antecedentes, además de las de Brujas y las de Amberes, a las Lonjas españolas. Estas fueron los antecedentes de las bolsas de valores.

Las ferias fueron precursoras de las bolsas de productos, que como dijimos, son diferentes a la bolsa de valores, pero en sus orígenes y hasta hace muy poco aún se confundían. No existen dudas de que las ferias o mercados fueron los primeros pasos de las bolsas de productos, dado que ahora solo mejoraron en la sofisticación de su estructura jurídica, pero sigue siendo un lugar o recinto donde concurren para intercambiar bienes en oferta pública. Las bolsas de mercancía o productos o de comercio sirvieron de antecedentes a las bolsas de valores, pero después se sirvieron del modelo de estos para su evolución.

Desde luego que las bolsas de valores no pudieron aparecer antes de las sociedades anónimas, puesto que las acciones de estas fueron los primeros títulos que se negociaron en las bolsas, conforme refiere Pratt.

Las primeras bolsas de valores fueron las de Ámsterdam fundadas en 1876 en la que se realizaban toda clase de operaciones financieras. Pero en cuanto a la bolsa de productos, ha sido la de Londres y sigue siendo una de las más importantes del mundo con la de Chicago y Nueva York.

Lo relevante en el proceso evolutivo es saber cuáles fueron los factores que contribuyeron a su desarrollo de estos. Consideramos que fue la emisión de acciones sin derecho a voto, pero con derecho a mayor dividendo para atraer las inversiones en empresas; fueron estas las que sedujeron al público a invertir en ellas. Pero también contribuyó la dirección idónea de las sociedades en el manejo de las inversiones financieras y estos han sido factores decisivos en el crecimiento de las bolsas, pero no podemos dejar de apuntar la ingeniería jurídica creada para su funcionamiento.

### **3-BOLSAS DE COMERCIO Y DE VALORES EN EL PARAGUAY**

La Bolsa de Comercio, actualmente denominada bolsa de productos, tuvo su origen en la Cámara de Comercio, fundada en el año 1897.

En 1915, el Poder Ejecutivo aprobó los estatutos de la sociedad anónima denominada Bolsa de Comercio, estableciéndose en su estatuto que la dirección, régimen y funcionamiento estaban a cargo de la Cámara de Comercio integrada por 18 miembros elegidos por asamblea de socios accionistas. La fiscalización en cuanto a su funcionamiento estaba dada por la Junta Sindical (4 miembros). En esta bolsa de comercio estaban confundidas la bolsa de comercio, ahora de productos y la bolsa de valores. Posteriormente, ya con la Ley 772 y el Decreto 21/90 se organizaron, y se gestó la idea de separarlos. Después vinieron varias reformas que no lograron el resultado pretendido. Ya en 1977 se fundó la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., por iniciativa de ciertos empresarios agremiados en la Cámara y Bolsa de Comercio, la que actualmente tiene la denominación de Cámara de Comercio y Servicios del Paraguay. En 1979 se dispuso el cierre temporal de las actividades bursátiles de la misma.

Pero en 1991 fue promulgada la Ley 94 con la que se modernizó la legislación bursátil, especialmente al crear la Comisión Nacional de Valores para el contralor de la actividad bursátil. Esta institución es especialmente, importante porque le daba transparencia a la actividad bursátil y tomó como base de su funcionamiento la información al público, puesto que la transparencia y la obligación de informar son los factores que dan credibilidad al sistema bursátil. Ese mismo año reactivaron las ruedas bursátiles y creemos que evolucionó bastante hasta la fecha, pues se ha modernizado su funcionamiento.

La Ley 1163/97 hizo progresar el funcionamiento de la bolsa de productos, al separarla de la bolsa de valores; sin embargo tal vez necesita un incentivo fiscal para impulsarlo todavía más.

Con la Ley 1248/98 se ha mejorado bastante el funcionamiento de la bolsa de valores. Pero se deben tener en cuenta las sugerencias del conocido jurista entendido en la materia, el Dr. Víctor Hugo Dejesús Chena, quien conjuntamente con los doctores José Antonio Moreno Rodríguez y Justina Isabel Godoy, propugnan “la promulgación de una ley que regule la actividad de las cajas de valores en donde se compensen y liquiden las operaciones, que reciban depósitos de valores a la orden de los depositantes y a nombre de los comitentes a quienes remite estados de cuenta, y eventualmente devuelve, no exactamente los mismos

papeles, sino su equivalente”. Lo que pretenden estos juristas es la simplificación de las transacciones, para introducirlo en la época de la desmaterialización de los títulos y convertirlo en electrónicos. Otra idea novedosa es la ley que obligue a que estas bolsas operen con especialistas, “que crean mercadeos líquidos al cotizar (comprando y vendiendo precios) consistentemente, con lo cual se asegura la existencia de un mercado de dos puntas y sumamente activo”.

#### **4-LA NECESIDAD DE DIFERENCIAR ENTRE BOLSAS DE VALORES Y BOLSAS DE COMERCIO O PRODUCTOS**

El antecedente de la bolsa de valores y de la bolsa de comercio en el Paraguay, conforme refiere Jorge H. Escobar, fue la Cámara de Comercio fundada en el año 1897, que el 16 de diciembre del año 1915 produjo la creación de la Bolsa de Comercio y, en la cual, se confundían las ideas de bolsas de valores con las de bolsas de comercio o productos. Esta confusión inicial se proyectó en el tiempo hasta que se creó con la Ley 772 el Mercado de Valores, pero aún en esta ley persiste dicha confusión de bolsas de productos y de valores.

La palabra bolsa o mercado, entre sus muchas acepciones, denota la idea de la convergencia, en un lugar y tiempo determinados, de los comerciantes y agentes del comercio para la realización de operaciones mercantiles, a través de las ruedas de bolsas donde se puján por los precios de productos y valores entre los que, además de las mercaderías, se ofertaban los valores representativos de productos, pero actualmente ya no es lo mismo decir bolsas de valores y bolsas de comercio o de productos. La necesidad de la especialización en la contratación de títulos valores, ocasionó la separación entre ambas ramas bursátiles. Ya no es lo mismo la oferta de títulos valores en la bolsa de valores, con un mecanismo definido, que la puja ocasionada por la oferta individual de algún comerciante. Es importante aclarar que los títulos valores son títulos de créditos, que se ofertan a través del mercado bursátil, por un procedimiento y mecanismo determinados cuya característica principal es que la circulación es controlada por la bolsa que opera el título.

En la ciudad de Brujas fue donde por primera vez se utilizó la palabra bolsa para designar a la reunión de comerciantes. Pero actualmente bolsas de valores y bolsas de comercio denotan ideas diferentes, porque en las primeras solo se ofertan títulos valores, mientras que en las bolsas de comercio se ofertan mercaderías o productos, o títulos representativos de los productos o se realizan contratos en relación a estos productos.

Con la denominación de bolsas de valores se señala una entidad comercial, constituida como sociedad anónima, expresamente autorizada, que se dedica a organizar y realizar la oferta y demanda de títulos valores que, como tal, al intervenir necesariamente en su negociación, es una circulación controlada; entendiéndose por tal aquellos títulos de crédito que se ofertan al público solo a través de las bolsas de valores con una circulación sometida a la intervención y control de la misma. Circulación controlada significa que estos valores se admiten y transmiten exclusivamente a través de estas bolsas en la que fue admitida, a diferencia de los otros títulos de crédito que son realizados libremente por oferta individual, como los pagarés, o las letras de cambio que son de libre oferta por el legitimado sin que deba hacerse a través de ningún circuito bursátil.

El crédito se nutre por los títulos de créditos, que son aquellos títulos circulatorios generalmente de carácter cambiario, que significa que están dotados de un mecanismo de

circulación estructurada por el principio de literalidad, autonomía, irrevocabilidad y de legitimación preestablecida por su ley de circulación.

En las bolsas de valores se ofertan títulos valores que son una especie de títulos circulatorios cuya característica principal es que su ruta circulatoria se realiza necesariamente por la bolsa de valores, y aun cuando adopte la misma regla circulatoria de los títulos de crédito, se admite sobre los mismos negociaciones extra-bursátiles, pero en definitiva la legitimación de la circulación se realiza en la bolsa de valores.

Por otro lado, las llamadas bolsas de comercio o bolsas de productos son instituciones nacidas como sociedades anónimas que provee la estructura, el mecanismo y el servicio para la intermediación pública de compra - venta de productos agrícolas, ganaderas, mineras, etc., generalmente bienes fungibles, con los cuales se determinan e influyen en el precio de mercado de esos productos e incluso en las bolsas de comercio de los países de economías desarrolladas, fijan los precios de estos productos a nivel mundial.

En las bolsas de valores solo se negocian con títulos valores que son una especie de títulos de créditos, pero emitidos generalmente en serie y autorizados exclusivamente por la autoridad de control (Comisión Nacional de Valores) para su negociación a través de la bolsa de valores.

En tanto que las bolsas de comercio operan con cosas físicas como dice la ley o cosas materiales de carácter fungible o los títulos representativos de estos y los contratos de compra y venta de productos o mercancía, las compra a futuro, etc., sobre los mismos a través de la casa de bolsas de productos y los corredores o agentes de productos.

Lo importante es percibir la diferencia entre ambos. No es lo mismo decir bolsas de valores que bolsas de comercio o bolsas de productos, aun cuando en sus orígenes, en sus primeras leyes reguladoras, estaban unidas ambas y era más bien la concurrencia de comerciantes donde se vendía de todo, incluso ciertos títulos valores. Hoy día en el Paraguay las bolsas de valores tienen una regulación legal específica, al igual que las bolsas de productos. Las bolsas de productos de nuestro país no tienen una operatividad trascendente como las de Londres, Liverpool, Nueva York, Chicago, Bruselas, París, etc., donde la incidencia mundial de las mismas es tal que establecen los precios referenciales de estos productos, como el de los *comoditis*, formados por los cereales y otros.

## **5-LEYES QUE RIGEN LAS BOLSAS Y EL MERCADO DE CAPITALES**

Si aceptamos que el mercado bursátil tiene dos vertientes; su regulación jurídica será:

a) por un lado, el mercado de valores a través de la bolsa de valores, que esta actualmente regulada por la Ley 1284/98.

b) por el otro, el mercado de capitales conformado también por el mercado de productos a través de la bolsa de productos, esta regulado por la Ley N° 1163/97 llamada Ley de Bolsas de Productos.

La legislación o sistema normativo que rige el mercado de capitales está conformado, además, por la Ley de Fondos Patrimoniales de Inversión 811/96 y por la Ley N° 921/96, de negocios fiduciarios. Por otra parte, es importante la regulación en el mercado financiero de la securitización y las entidades certificadoras reguladas por Ley 1856/97.

## **6-COMISIÓN NACIONAL DE VALORES**

La Comisión Nacional de Valores es una entidad de derecho público, como dice la ley que lo reglamenta, que es autárquica y autónoma, con jurisdicción en toda la República para autorizar y controlar el funcionamiento de las bolsas de valores y las bolsas de productos y

básicamente debe hacer realidad los principios de transparencia y deber de informar respecto de los títulos valores. Dicha Comisión Nacional de Valores está dirigida y administrada por un directorio compuesto por un Presidente y tres directores designados por el Poder Ejecutivo. Ambas bolsas, de productos y de valores, son controladas por la Comisión Nacional de Valores y solo esta autoriza los negocios que se efectúan en cada una de las mismas.

## **SEGUNDA PARTE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS**

### **7-FUNCIÓN ECONÓMICA DE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS**

Consiste en crear las condiciones para concertar la relación entre la oferta y la demanda de productos físicos, de los contratos a término, de los contratos a futuros de productos o de los títulos representativos de productos y fijar el precio corriente de los productos en la rueda de bolsa. Dicha función se realiza de las siguientes maneras:

A) **facilitando la colocación de productos:** fijan al producto su justo precio, sirviendo de medida para las demás transacciones, o los títulos representativos de los productos.

B) **regularizando los precios en el espacio:** el mayor o menor precio indicará mayor o menor demanda o necesidad del producto. Conocido este estado de cosas, se harán mayores remesas a la plaza que en sus cotizaciones revela necesitar ese producto; tales remesas aumentarán la demanda y bajarán los precios, **y en el tiempo:** especulación, compra de una cantidad de productos o valores a un precio con el fin de venderlos después a un precio mayor, ganando la diferencia existente entre los dos precios; esta se realiza en las operaciones a término en las cuales se posterga la entrega y el pago del precio para una fecha posterior fijada de antemano.

C) **concretando las contratos:** a término de productos o los contratos a futuro.

### **8-TIPO DE SOCIEDAD QUE ASUME LA BOLSA DE PRODUCTOS**

Las bolsas de productos asumen exclusivamente el tipo de sociedad anónima conforme a la Ley 1163/97.

### **9-FUNCIÓN ECONÓMICA DE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS**

La función económica de las bolsas de productos es propiciar la concertación de los factores de producción en ruedas de negociaciones para la compra y la venta de productos físicos o los títulos representativos de los mismos o la realización de los contratos sobre estos productos. La importancia económica se da por la regulación de la oferta y la demanda y la determinación de los precios de los productos.

### **10-IMPORTANCIA DE LAS BOLSAS DE PRODUCTOS**

Una vez establecida la diferencia que existe entre la bolsa de productos y la bolsa de valores, también debe analizarse por separado la importancia de las mismas:

En cuanto a las bolsas de productos su importancia puede señalarse:

- a) facilita y multiplica la realización de transacciones mercantiles al ser un lugar en donde concurren los comerciantes. Este hecho se facilita con la incorporación de tecnologías como Internet, por ejemplo, con lo que su impacto es aún mayor, pues la norma admite la oferta electrónica de valores desmaterializados.
- b) Agiliza la colocación de productos, pues una referencia de encuentro y con los portales de Internet que se crea a partir del mismo, hace incluso innecesario el desplazamiento. Sin embargo, como lugar físico será siempre un punto de referencia para acceder a la oferta y la demanda.
- c) ayuda a establecer un precio justo y la regulación natural del mercado a través de la oferta y de la demanda con el mecanismo de la subasta pública.

## **11-INTERVENCIÓN DE LA AUTORIDAD EN LA CONSTITUCIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA DE PRODUCTOS**

En la bolsa de productos existen tres sistemas diferentes; una que propugna la libertad en lo que hace a su constitución y funcionamiento; la otra que propugna la intervención del Estado en ambas situaciones; y un sistema intermedio que tiene en cuenta a los dos polos.

La primera defiende su tesis fundados en que las libertades no pueden ser violentadas por el acto del Estado, que no se adapta por lo general a las necesidades del comercio.

No puede estar dado por un régimen de libertad absoluta en razón de que está en juego el comercio; en él no solo están los intereses de los comerciantes sino de toda la comunidad; es más, no existen derechos individuales absolutos; por tanto, en salvaguarda del interés social comprometido, debe intervenir una persona objetiva, el Estado.

## **12-SISTEMA CONSAGRADO POR NUESTRA LEGISLACIÓN PARA LAS BOLSAS DE PRODUCTOS**

Anteriormente, el Código de Comercio (derogado) ha adoptado, para la bolsa de productos, llamada en ese entonces bolsa de comercio, el sistema de la bolsa libre, puesto que no ha impuesto como requisito la autorización gubernativa a los efectos de su creación ni establece contralor alguno para su funcionamiento; solo establece una restricción importante: que la misma debe estar constituida en la forma de sociedad anónima.

Sin embargo, con la legislación actual, en el Art. 2º de la Ley 1163/97, se establece que la Comisión Nacional de Valores es la encargada de autorizar y vigilar el funcionamiento y las actuaciones (subasta pública) de las bolsas de productos; la actuación de la Cámara de compensación de productos y el trabajo realizado por los corredores de bolsas de productos.

## **13-OPERACIONES QUE PUEDEN REALIZARSE EN LAS BOLSAS DE PRODUCTOS**

Podrá realizarse toda clase de actos de comercio, siempre que los mismos sean lícitos. Los actos comerciales más corrientemente realizados son:

- a) compraventa por subasta pública en la rueda de bolsas de productos físicos, como aquellos que provienen de la agricultura ( soja, sésamo, mandioca, etc.), ganadería en venta de haciendas por subastas públicas, selvicultura, agroindustria, minería, tanto para el consumo como para la materia prima;

b) venta de títulos representativos de los productos señalada en el ítem “a);

c) formalización de contrato a término de producto, dada como la transacción de la compra de un producto físico que debe ser adquirido y entrega o en una fecha prefijada;

d) formalización de contrato de compraventa a futuro por el cual se acuerda comprar y vender en una fecha futura productos físicos, de una calidad determinada y a un precio convenido al momento de celebrar el contrato; o la obligación de pagar o recibir las pérdidas o ganancias producidas por las diferencias de precios;

e) contrato de opción sobre un contrato a futuro. Este contrato es aquel por el cual una persona llamada titular adquiere de otra llamada lanzador, por un precio llamado prima, un derecho alternativo que le faculta a comprar al lanzador un contrato a futuro de productos en los términos establecidos en la opción si este lo ejerce o a liquidar la operación, mediante el pago en dinero de las diferencias de precio de la prima de dicha opción. Vencido el plazo sin haberse ejercido la opción, expira el derecho alternativo conservando el lanzador el precio de la prima. Se conocen dos tipos de opciones: Opción a la suba y opción a la baja, según que la posición sea de compra o de venta.

En bolsas de productos de otros países se ofertan además:

Contratos de fletamento, se realizan negociaciones sobre valores, se contratan seguros, títulos fiduciarios: Estos últimos han cobrado tal importancia que en la actualidad se ha dividido en dos tipos de operaciones 1) Operaciones de títulos fiduciarios (Bolsa de Valores Fiduciarios); y 2) las demás operaciones (Bolsa de Mercaderías).

- Incluso en las bolsas de comercio asumen, además, una función sumamente importante en la actualidad, el arbitraje. El arbitraje es un medio alternativo de solución de conflictos por el cual las partes realizan un acuerdo para someter a la decisión de árbitros constituidos para el efecto, sobre cuestiones transigibles siempre que sea de contenido patrimonial y estos no sean objetos de competencia del Ministerio Público, a fin de resolver diferencias entre particulares o entre estos y el Estado y entidades descentralizadas, autárquicas, empresas públicas respecto de actos jurídicos o contratos regidos por el derecho privado. En nuestro país está a cargo de la Cámara Paraguaya de Comercio

#### **14-OPERACIONES PROHIBIDAS EN LA BOLSA DE PRODUCTOS. SANCIÓN.**

- a) Contratos aleatorios, aquellos cuyo cumplimiento es sometido al azar o suerte o a un evento imprevisible, siempre que se encuentre prohibido por la ley (juegos, apuestas, contratos de seguro que tengan por objeto operaciones ilícitas). La sanción es la nulidad y el pago de determinada multa.
- b) Juegos de Bolsas.

#### **15-FORMAS DE CONTRATACION Y DE PAGO EN LAS BOLSAS DE PRODUCTOS:**

**OPERACIONES AL CONTADO:** En la bolsa de productos pueden establecerse operaciones al contado o a término; sin embargo, cuando es al contado, y no se paga en el acto, las



operaciones deben concretarse en el plazo señalado en la ley, aun cuando el pago se realice posteriormente de acuerdo a lo acordado en la concreción del negocio.

Para la bolsa de productos puede que no se estipule ningún plazo ni para la entrega de la cosa ni para el pago del precio. El pago puede ser:

1) a precio fijo; 2) a precio del día; 3) a precio medio; 4) al primer o último precio.

#### **OPERACIONES A TÉRMINO**

Aquella en la que se difiere el pago del precio y la entrega de la cosa a un plazo posterior a la realización del contrato.

División: 1) venta firme (el vendedor debe necesariamente entregar la cosa y el comprador el precio el día fijado); 2) venta libre o a prima (el comprador se reserva el derecho de rescindir el contrato, entregando al vendedor una suma de dinero llamada prima); 3) reporte (compra de mobiliarios al contado o a un cierto término para revenderlos en el mismo acto al vendedor a término o a un término más lejano. El excedente entre el precio de compra y de reventa es lo que se llama reporte.

#### **CONTRATO DIFERENCIAL**

Se llama así aquel contrato en el que en la venta ninguna de las partes se obliga al cumplimiento efectivo del contrato, ni el comprador paga el precio, ni el vendedor realiza la entrega de la cosa. Llegado el plazo para la ejecución del contrato, este se resuelve en el solo pago de las diferencias que en nuestra ley se llama Opción de Contrato a Futuro de Productos o Contrato a Futuro de Productos en los que se liquida la diferencia, y el contrato que a cumplido.

### **16-COTIZACIÓN DE BOLSA. INADMISIBILIDAD DE LOS INCAPACES Y PROHIBICIÓN DE COTIZAR TÍTULOS ILEGALES**

No pueden intervenir por sí mismos en las bolsas de productos, personas que no posean capacidad para el ejercicio del comercio. Esta norma en realidad es innecesaria, porque comprende la norma general de capacidad.

En cuanto a la bolsas de valores no pueden cotizarse títulos que no hayan sido emitidos conforme a las solemnidades consagradas en las leyes y procedan de una sociedad que no esté legalmente constituida, agregando además respecto de las sociedades, que se admitirán los títulos de aquellas sociedades cuyo último balance haya sido aprobado.

### **17-ESTRUCTURA DE LA BOLSA DE PRODUCTOS**

El mercado de la bolsa de productos se organiza con la Bolsa de Productos que es la que propicia la estructura, el mecanismo y el servicio para la compraventa de los productos, mediante mecanismos de subasta pública en la rueda de bolsa. La Bolsa de Productos no realiza operaciones de compraventa, solo propicia la estructura y el mecanismo y el servicio para su funcionamiento. Las operaciones deben realizarse por las Casas de Bolsas de Productos, que deben ser instituidas como sociedad anónima y los corredores de bolsa de productos que pueden ser personas físicas o personas jurídicas y son los que realizan la puja en nombre de sus mandantes. El mercado bursátil de productos se organiza con:

- a) las bolsas de productos que propician la estructura, el mecanismo y servicio para que se realicen las negociaciones;
- b) las casas de bolsas de productos, que son la que intermedian; y
- c) los corredores o agentes de productos.

## **TERCERA PARTE LAS BOLSAS DE VALORES**

### **18-FUNCIÓN ECONÓMICA DE LAS BOLSAS DE VALORES**

La función económica de las bolsas de valores es propiciar la creación del crédito a mediano y largo plazos y el fomento del capital a través de la negociación bursátil de los títulos valores y así crear créditos a bajo costo.

### **19-IMPORTANCIA DE LAS BOLSAS DE VALORES**

En cuanto a las bolsas de valores su importancia puede decirse que es, por un lado, la de **promover el crédito**, pero, por otro, facilita la capitalización de las empresas.

Si uno tratara de encontrar una explicación al gran desarrollo de los E. E. U. U, sin temor a equivocarnos podemos decir que fue principalmente al desarrollo de su mercado bursátil. Es significativa la relación entre el desarrollado del país y ese mercado. Es que la bolsa de valores facilita la creatividad para desarrollar nuevos negocios, como sucede con las sociedades anónimas emisoras de capital abierto, que abren un potencial enorme de lograr financiación para capitalización y desarrollar los emprendimientos más increíbles. Aunque en nuestro país aún no se la aprovecha convenientemente, es importante el aporte que puede hacer la securitización o titulización conforme se explicará más adelante, pues ayuda a la capitalización a partir de activos inactivos.

### **20-SISTEMA CONSAGRADO POR NUESTRA LEGISLACIÓN PARA LA BOLSAS DE VALORES**

Para la regulación de las bolsas de valores existen varios sistemas: citamos por lo menos estos tres.

- El sistema de la bolsa libre, que no impone como requisito la autorización gubernativa a los efectos de su creación ni establece contralor alguno para su funcionamiento;
- El sistema estatizado por el cual las bolsas son oficiales; y
- Un sistema intermedio, que es el nuestro, que admite la bolsa libre pero controlada, en este caso por la Comisión Nacional de Valores, pero establece una restricción importante, y es que la misma debe estar constituida en la forma de sociedad anónima.

### **21-TIPO DE SOCIEDAD QUE ASUME LA BOLSA DE VALORES**

Las bolsas de valores asumen por la Ley 1284/98, exclusivamente el tipo de sociedad anónima.

### **22-COTIZACIÓN DE BOLSA. PROHIBICIÓN DE COTIZAR TÍTULOS ILEGALES**

En las bolsas de valores no pueden cotizarse títulos que no hayan sido emitidos conforme a las solemnidades consagradas en las leyes y que procedan de una sociedad que no esté legalmente constituida, agregando, además, las sociedades, cuyos títulos hayan sido aprobados en su último balance. Los títulos valores deben ser autorizados por la Comisión Nacional de Valores. Los pagos son al contado o a plazo, pero deben concretarse en el plazo de 48 horas.

### **23-BREVE REFERENCIA A LOS TITULOS VALORES EMITIDOS EN SERIE**

La emisión en serie son una característica de los títulos valores. Debe quedar en claro que en la bolsa de valores pueden cotizarse tanto los títulos que se emiten en forma individual o aquellos emitidos en serie, siempre que sea aceptada por la C.N. V.

La diferencia entre los títulos valores que se emiten en serie y aquellos que se hace en forma individual, como la letra de cambio, el cheque y el pagaré a la orden, es que aquellos tienen como característica su fungibilidad y se negocia generalmente por oferta pública y los últimos no son fungibles y su negociación es directa entre las personas sin necesidad de intermediación. Los títulos valores son los títulos de crédito negociados a través de la intermediación de la Bolsa de Valores.

Además, esta clase de títulos de crédito puede ser emitida tanto por las personas de derecho privado como por las de derecho público.

### **24-NEGOCIACION DE LOS TITULOS VALORES A TRAVES DE LA BOLSA DE VALORES**

Los títulos circulatorios o títulos de crédito adoptan la denominación de títulos valores, cuando se ofertan a través de las bolsas de valores; entonces queda claro que además de su circulación por transferencia individual y directa, pueden los títulos de crédito hacerse por oferta pública en el mercado de valores, a cuyo efecto, por Ley 1284/98, se ha dispuesto la regulación de los títulos valores o circulatorios realizada por oferta pública. Debe quedar en claro que no cualquier título de crédito puede convertirse en títulos valores, sino que estos deben ser aceptados por Comisión Nacional de Valores que los autoriza para cotizar en la bolsa de valores.

Consecuentemente, en nuestro país, la Ley 1284/98 es la que se ocupa de normar las emisiones, los valores que serán objeto de oferta y los mecanismos para realizarlo en el mercado de valores organizado.

El mercado de valores que constituye la intermediación de aquellos títulos que se ofertan públicamente y están operados por las Bolsas de Valores, constituidos a su vez por Casas de Bolsa, en número de diez, como mínimo y los agentes de bolsas que operan en estas. Por otra parte, estos títulos valores tienen un régimen especial dado que toda la actividad concerniente a las transacciones con títulos valores por oferta pública son autorizadas y controladas por la Comisión Nacional de Valores.

### **25-LA AUTORIDAD DE CONTROL DEL MERCADO DE VALORES: LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES**

La Comisión Nacional de Valores es una entidad de derecho público, autárquica y autónoma, con jurisdicción en toda la República, que tiene por objeto:

- a) Vigilar y supervisar el cumplimiento de las disposiciones de la Ley 1284/98 y sus reglamentaciones.
- b) Reglamentar, mediante normas de carácter general que adoptan la forma de resoluciones, las leyes relacionadas al mercado de valores.
- c) Fomentar y preservar el mercado de valores para que sea competitivo, ordenado y transparente, lo cual implica que tiene el contralor de toda la actividad bursátil.
- d) Velar por la correcta formación de los precios en los mercados.
- e) Facilitar la difusión de la información necesaria para proteger a los inversionistas.
- f) Supervisar y controlar a las personas que, según la ley que lo regula, lo encomienda
- g) Llevar el Registro Público del Mercado de Valores.
- h) Aplicar sanciones de acuerdo a las facultades que le otorga la ley
- i) Requerir información a las personas o instituciones sujetas a su fiscalización, que le provea de las informaciones sobre la situación que necesite conocer respecto de aspectos jurídicos, económicos y financieros de los mismos.
- j) Fijar las normas y principios de contabilidad a que se someterán las instituciones fiscalizadas por la misma.
- k) Inspeccionar a las personas o entidades bajo su égida de fiscalización.
- l) Vigilar a los auditores externos e impartirles normas sobre cómo deben operar.
- m) Suspender o cancelar una oferta pública.
- n) Ordenar la suspensión de propaganda o información sobre ofertas públicas que contraríen a la ley y las reglamentaciones de la oferta pública.
- o) Evacuar consultas sobre la materia de su competencia.
- p) Investigar denuncias de accionistas o inversionistas
- q) Autorizar a operar a la bolsa de valores o casa de bolsas.
- r) Disponer los aranceles que deben cobrar las bolsas de valores y casas de bolsas.
- s) Contratar peritos y técnicos.
- t) Formar y difundir estadísticas sobre el mercado de valores.
- u) Participar en organismos internacionales en materia de su competencia; y
- v) toda otra facultades inherente al cumplimiento de sus funciones

## **26-LAS BOLSAS DE VALORES**

Las Bolsas de Valores, como parte del mercado bursátil, son entidades comerciales que se constituyen como sociedades anónimas y que tienen nombres comerciales como el de Asunción en la Capital paraguaya, o la Nasdaq en Nueva York, E.E.U.U., o la Ovespa de San Pablo, Brasil, etc., para diferenciarse de otras bolsas que pueden habilitarse en un mismo país, en donde pueden existir varias bolsas en un mismo mercado. En el nuestro existe solo una bolsa de valores, pero nada obsta a que si el mercado financiero requiera, se habiliten otras. Las denominaciones identifican a una institución que adopta la forma de sociedad anónima y la que, una vez autorizado su funcionamiento por la Comisión Nacional de Valores, tiene por objeto, proveer la estructura, los mecanismos y los servicios, para que en ella se puedan realizar eficientemente transacciones con los títulos valores. Es importante dejar en claro que las bolsas de valores no compran ni venden valores, sino SOLO crean las condiciones adecuadas, estructura, mecanismo y servicio, para que se negocien los títulos valores, desde luego con aquellos títulos inscritos en la Comisión Nacional de Valores, que es condición previa para admitirse su negociación por este mecanismo de oferta. Como las Bolsas de

Valores no intermedian en la oferta pública, sino son las casas de bolsas, a través de los corredores de bolsas que intervienen en las negociaciones. Bolsa de valores, casa de bolsas y agentes de bolsas son conceptos distintos, pero que se complementan como un conjunto interdependiente que hace funcionar el mercado bursátil. No puede haber Bolsa de Valores si es que no existen Casas de Bolsas y estas no podrían funcionar sin agentes de Bolsas. Es importante reiterar que en un mercado de valores pueden operar varias Bolsas de Valores.

Es importante entender la autonomía que tienen las Bolsas de Valores entre sí, y cada una de ellas crea un circuito de circulación de los títulos valores.

## **27-LAS CASAS DE BOLSA DE VALORES**

Son instituciones que se constituyen como sociedades anónimas y son los intermediarios en las transacciones con títulos valores por oferta pública y la bolsas de valores, especialmente para comprar y vender títulos valores por cuenta de terceros, o asesorar sobre títulos valores y respecto de las operaciones de bolsa y facilitar información sobre ellos. A este efecto podrá suscribir transitoriamente, con recursos propios, parte o la totalidad de las emisiones primarias de valores; y promover el lanzamiento al mercado de valores de los títulos valores públicos y privados y facilitar su colocación.

Puede actuar como representante de los obligacionistas, otorgar créditos con sus propios recursos o recibir crédito de empresas del sistema financiero a los efectos de su función de intermediación en la colocación de títulos valores por oferta pública.

## **28-AGENTES DE BOLSA O INTERMEDIARIOS COLOCADORES**

Son aquellas personas físicas que se constituyen en los operadores de la casa de bolsa, y que están debida y especialmente autorizados para implementar la intermediación con los títulos valores a través de las casas de bolsa. Corredor de bolsa o mejor agente de bolsa es aquel que realiza la operación a nombre de su comitente; no asume responsabilidad directa ni personal, salvo el caso de que incurra en alguna infracción legal (intermediario). El corredor no concluye por sí mismo ningún contrato, limitándose a poner en contacto a las partes contratantes para que estas lo celebren.

## **29-LAS RUEDAS DE BOLSAS**

Se denominan ruedas de bolsas a las sesiones de negociaciones bursátiles con los títulos valores, que se realizan en forma pública en la bolsa de valores, mediante oferta y demanda y en donde se puja en las cotizaciones de los títulos valores y se concretan con la compra, la venta o transferencia de títulos valores. Inclusive nuestra legislación permite la negociación por sistemas electrónicos.

La negociación y fijación de precios de los títulos valores deben adecuarse al criterio de oportunidad, prioridad, paridad y precedencia.

A este respecto cada rueda de bolsa, que es como se denomina la sesión de negociación, funciona bajo la dirección del jefe de bolsa, quien tiene facultades disciplinarias e inclusive de suspender las operaciones de un determinado título valor, siempre que considere que existen factores o informaciones que impidan la negociación transparente y competitiva. Estas ruedas de bolsas son realizadas en días y horas que se habilitan en el recinto de la bolsa de valores. Esta debe estar equipada con los adelantos tecnológicos para facilitar las operaciones. En estas intervienen los agentes de bolsas y los mandatarios que son los que pueden concurrir. También en forma separada deben estar los socios de la bolsa de valores. Estos agentes son quienes

reciben las órdenes de sus mandantes y operan por ellos para la compra o la venta, haciendo su oferta en nombre de ellos.

### **30- ¿CUÁLES TÍTULOS VALORES SON OBJETO DE OFERTA PÚBLICA EN LA BOLSA DE VALORES?**

Lastimosamente, con la derogación de la Ley 94/91 y el Art 2º de la Ley 210/93 han quedado sin referencia los títulos valores que pueden ser objeto de negociación en el mercado de valores. La Ley 1284/96 solo indica a los bonos privados y algunos otros, pero deja a la Comisión Nacional de Valores la decisión de cuales títulos pueden operar en el mercado bursátil y los hace por la vía reglamentaria

Al derogarse la Ley 94/91, se dejó sin norma específica a los títulos valores que estaban expresamente normativizados, pero se entiende que es la Comisión Nacional de Valores la que decide cuáles títulos son admitidos como título valor en el mercado bursátil. Empero, la costumbre juega un papel importante para esto, pero además debe ajustarse a ciertas reglas circulatorias.

Debemos considerar que, por un lado, el Art. 2º de la Ley 1284 dicta una norma general que deja librados a los usos y costumbres la admisión de documentos como los títulos valores para ser objeto de oferta pública.

Pero, por otro, la Comisión Nacional de Valores tiene una facultad reglamentaria y, por ende, cuasi-legislativa respecto de la regulación de los títulos circulatorios por oferta pública y su forma de operar con estos. Tal vez esta sea la razón por la cual ya no se reprodujo la parte de la Ley 94/91 que citaba los títulos valores que eran aceptados en el mercado de valores. El problema que se plantea es que la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores no tiene la publicidad necesaria, que requiere esta clase de documentos, y pareciera que existe un complejo de inferioridad al regularlo por reglamento y no por ley. Lo positivo es que la Comisión Nacional de Valores, al ser una entidad especializada, da mayor seguridad de que estos títulos vayan a ser mejor regulados. Pero, con esta técnica legislativa de derivar en la Comisión Nacional de Valores la reglamentación de los títulos valores, plantea problema de orden práctico, como por ejemplo la posibilidad de establecer la ejecutividad de los mismos.

### **31- ¿QUE SOCIEDADES PUEDEN EMITIR TÍTULOS VALORES DESTINADOS A LA OFERTA PÚBLICA**

Pueden emitir títulos valores tanto las sociedades emisoras como aquellas que no lo son, pero están autorizadas por la C.N.V. Las sociedades emisoras son aquellas autorizadas a emitir masivamente títulos de oferta pública, pero nada obsta a que una sociedad que no es emisora también emita títulos de crédito, pero que una vez admitidos y autorizados se negocien en la bolsa de valores, por oferta pública. Por ejemplo, un paquete de pagarés emitidos a favor de una empresa, esta puede optar en venderlo a través de la bolsa de valores, para lo cual, aunque no sea una sociedad emisora, puede lograr la autorización de la Comisión Nacional de Valores.

### **32-SOCIEDADES EMISORAS Y LAS DE CAPITAL ABIERTO Y LA BOLSA DE VALORES**

Las sociedades emisoras son aquellas autorizadas a emitir títulos valores y desde luego la única forma societaria admitida para ello es la sociedad anónima, pero se admite también la posibilidad de que se haga por otro tipo societario o personas físicas siempre que lo admita la C.N.V..

La sociedad anónima puede constituirse como emisora de capital cerrado y emisora de capital abierto, que son aquellas que llevan la denominación de Sociedad Anónima Emisora de Capital Abierto(S.A.E.C.A).

La sociedad anónima de capital cerrado solo requiere estar inscrita en el Registro Público de Comercio para estar constituida como sociedad, una vez satisfechos los recaudos legales que se le exigen y que generalmente son la a tener un acta de constitución y el estatuto de la sociedad que establece básicamente el régimen de funcionamiento y el objeto de sociedad. Pero estas deben estar autorizadas para emitir títulos valores (que no sean acciones), siempre que estén totalmente suscriptas e integradas en una tercera parte por lo menos.

En tanto que las S.A.E.C.A. deben estar expresamente autorizadas por la Comisión Nacional de Valores como emisoras y deben constituirse por suscripción pública una vez aprobado su programa según la propuesta de los promotores de la misma y se integre el capital.

Las SAECA son de suma importancia para la Bolsa de valores, porque la compra venta de sus acciones constituye una parte importante de sus operaciones.

### **33-MERCADOS DE VALORES PRIMARIOS Y SECUNDARIOS**

Las negociaciones con los títulos valores se realizan a través del mercado primario y del mercado secundario.

Las negociaciones primarias son aquellas realizadas con el propio emisor a través de un agente intermediario colocador, con el fin de obtener directamente del público la captación de recursos financieros por los valores colocados por primera vez, constituyéndose así en mercado primario. Por ejemplo: en el caso de los debentures que emiten las sociedades anónimas, estos se emiten a favor de un banco, que puede proveer el dinero que necesitan como captación de recursos financieros y son los que después entregan los títulos para ser negociados en el mercado secundario.

La negociación en el mercado secundario es aquella que se realiza con posterioridad a la primera colocación y quienes reciben los recursos son los titulares como vendedores de los mismos, sea a través de un intermediario o actuando su titular directa y privadamente, fuera de bolsa.

### **34- ¿CUÁL ES SON LAS REGLAS CIRCULATORIAS DE LOS TITULOS VALORES POR OFERTA PÚBLICA?**

La primera regla es que los títulos que vayan a ofertarse tienen que ser de naturaleza negociable. Esto significa que debe tener un código de circulación de títulos valores y aceptados y adecuados a las normas de oferta pública de conformidad a la Comisión Nacional de Valores.

La segunda regla y que hace la gran diferencia con los títulos de crédito ordinarios, es que estos títulos valores deben estar autorizados y registrados en el Registro del Mercado de Valores, para ser objeto de oferta pública. El Art. 5° de la Ley 1284/98 así lo dispone al establece: “Toda oferta pública de valores requerirá autorización previa de la Comisión”. También el emisor debe estar registrado y presentar la información jurídica, económica y financiera de si mismo y de los títulos que pretende ofertar.

La excepción a esta regla esta para el Estado, las Gobernaciones, los Municipios, las instituciones públicas centralizadas y descentralizadas y el Banco Central, para los cuales la

inscripción se entenderá efectuada de pleno derecho y en todo caso bastará la simple solicitud del emisor, para el cumplimiento de esa obligación.

La tercera regla es que la colocación de los valores debe efectuarse en la Bolsa de Valores a través de las Casas de Bolsas .

Cuarta regla es que la negociación debe adecuarse a las reglamentaciones respecto de la **oportunidad, prioridad, paridad y precedencia** en que deben llevarse al mercado las órdenes de los clientes.

Quinta regla es ajustarse a los procedimientos operativos de negociación, en cuanto al registro de cotizaciones y divulgación de la información.

Sexta regla es que la transmisión de los títulos de crédito realizada a través de la bolsa de valores, se hace por cotización bajo el criterio de oportunidad, prioridad, paridad y precedencia; y por tanto, los certificados expedidos por una bolsa sobre el precio bursátil inscripto en ella, ya concreta la operación de transmisión, dado que tiene fuerza probatoria de instrumento público, independientemente del ajuste de la transferencia que debe realizarse según las reglas de cada título.

### **35-CIRCULACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES**

La circulación de negociación de los títulos valores puede ser dentro y fuera del recinto de la bolsa, aunque siempre por la vía de la regla circulatoria de los títulos de crédito. O sea negociación bursátil o es aquella que se realiza dentro del recinto de la bolsa de valores y que puede ser, a su vez, en la rueda o fuera de ella. Pero también puede ser extrabursátil en el mercado secundario, cuando se realiza fuera del recinto de la bolsa de valores, que permite la propia ley.

Si admitiéramos los títulos valores como especie de los títulos de crédito o lo equiparáramos a estos en cuanto a su ley circulatoria, aún en los casos de que no lo sean por naturaleza títulos de crédito, tienen las mismas reglas circulatorias que los títulos de crédito de oferta individual, o sea, siempre han de ser: al portador o a la orden, pero estas modalidades circulatorias en los títulos valores están supeditadas, a su vez, a que previamente sean admitidos por la Comisión Nacional de Valores para que su negociación pueda hacerse a través de la bolsa de valores. Nos referimos a que estén ofertados a través de la Bolsa de valores, de conformidad a los Art.s 31 al 33 de la Ley 1284/98, porque según que la circulación sea en el mercado primario o secundario y esto a su vez los sean por oferta pública o privada, lo cual varía el concepto. Los títulos valores son títulos que se negocian por oferta pública y ahí ya aparece una importante restricción para admitirlo como cambiario, aunque no para aceptarlo como título de crédito.

El artículo 4° de la Ley 1284/98 establece que “Es oferta pública de valores aquella que se hace al público gruppoo determinado, por cualquier medio de comunicación o mediante ofrecimientos personales, para efectuar cualquier acto jurídico sobre los mismos”. Esta disposición está complementada por el Art. 5° que dice “Toda oferta de valores requerirá autorización previa de la comisión” De lo dicho se colige que oferta pública es el



ofrecimiento al público en general en forma indeterminada o a grupos determinados siempre que dentro del grupo haya indeterminación del destinatario de la oferta, y toda vez que tenga autorización expresa de la Comisión. Una oferta al público que lo sea sin autorización de la Comisión no es de un título valor.

Esta particularidad circulatoria a través de la bolsa de valores repercute indefectiblemente sobre la cancelación o privación de eficacia del mismo y que debe ser diferente a los títulos de crédito de oferta individual. Además, los títulos que se negocian en la rueda no son reivindicables. Es así porque necesariamente debe intervenir la bolsa de valores donde circula y en su caso la Comisión. La privación de eficacia de estos títulos valores, en el caso que quepa cancelarlo judicialmente, debe ser con la intervención de la bolsa de valores donde circula y cabría en los títulos valores que no sean al portador, la reivindicación de los mismos siempre con intervención de la bolsa respectiva.

### **36- NATURALEZA JURÍDICA DIVERSA DE LOS TÍTULOS VALORES EN RELACIÓN A LOS TÍTULOS DE CRÉDITO**

El planteamiento de cuál es la naturaleza jurídica de los títulos valores en nuestro medio, ha sido una materia de poca preocupación entre los juristas, tal vez ocasionada por el escaso movimiento bursátil, pero que para nuestro estudio es necesario encararlo someramente para dilucidarlo.

En la doctrina brasileña y en el derecho comparado en general, esta es una cuestión muy debatida pero por lo general concluyen la mayoría de los autores, de alguna u otra forma, que los títulos valores son una especie de títulos de crédito. A este respecto, el brasileño Prof. Philomeno Joaquín da Costa, citado por Waldirio Bulgarelli, nos ilustra en que, no obstante de abscribirse a la tesis de que los títulos valores son títulos de crédito, le niega valor científico a esta conclusión, más que nada fundado porque en la mecánica de negociación de los títulos valores se crea una aproximación entre los oferentes y compradores de títulos valores que por ese solo hecho le da una particularidad a los títulos valores en cuanto a su negociación o circulación por la aproximación y desde luego afecta algunos de los principios de los títulos de crédito, que como tal estos se rigen por la apariencia. En tanto que para los títulos valores no es enteramente así, porque la negociación tiene inclusive carácter de instrumento público, que prevalece sobre la apariencia, cuando se hace a través de intermediarios autorizados por la ley. No obstante que este autor reconozca a los títulos valores como una especie de los títulos de crédito, niega con todo la calidad de título de crédito a las acciones nominativas por causa de que su circulación es restringida. Y así mismo también niega este carácter a las acciones escrituradas y registradas y, aclara que, aunque reconoce a las acciones societarias como título de crédito, hace la reserva de que la transferencia depende del registro en los libros sociales, y transfiriéndose los derechos sin exhibición del documento, ya no es más el documento necesario para el ejercicio literal y autónomo que se contiene en él, que en definitiva es lo que le hace tal a los títulos de crédito. Este autor cita también el caso de las acciones nominativas de circulación restringida por el estatuto social, a la cual tampoco reconoce carácter de título de crédito. Permitiéndonos una traducción libre, el autor citado, concluye que “Todo hace indicar que la noción de títulos valores viene siendo encaminada en el sentido de encuadrarla en el papel y en la técnica de negociación en masa(o en serie), indiferente a la cuestión de si el documento o papel de comercio constituya o no título de crédito”.

Por su parte, Waldirio Bulgarelli concluye que la configuración de los títulos valores se debe a su negociabilidad masificada y por oferta pública; tal vez a ese propósito debe resaltarse el carácter no fungible de los títulos individuales a diferencia de la fungibilidad de los títulos colocados en masa o en serie, como sostiene este autor brasileño. ¿Cómo incide la fungibilidad de esta clase de título?

Pero, para nuestro Derecho, conforme lo establece el Art. 8º de la Ley 1284/98, que regula en la actualidad los títulos valores, reproduce la clásica definición de Césare Vivante de los títulos de crédito. El mencionado Art. dice : “Los valores se representarán en títulos, que son instrumentos necesarios para ejercitar el derecho literal y Autónomo que en ello se consigna. También podrá efectuarse oferta pública con valores no consignados por escrito que representen derechos de crédito, de suscripción, de propiedad, de participación, u otros, en cuyo caso deberán expedir certificados en los que consten los derechos que confieren, conforme lo reglamente la comisión”. Con la primera parte de esta cita no hace falta ser demasiado perspicaz para percatarse de que coincide exactamente con la definición de títulos de crédito y que , por tanto, deberíamos concluir que dogmáticamente, los títulos valores son también títulos de crédito. Sin embargo, la última parte del mismo Art. echa por tierra esta conclusión tan simplista.. Sin embargo todos los títulos de crédito que se negocien al público a través de la bolsa de valores, son títulos valores por el hecho de ser negociado en el mercado de valores y en el modo indicado en la ley que lo regula. Por último, también es importante señalar que no toda oferta pública de valores lo convierte por ese solo hecho en títulos valores, si es que no está expresamente autorizada por la Comisión que lo autoriza según la ley.

En conclusión, existen títulos valores que son títulos de crédito; esa es la regla general, pero también existen títulos valores que son simples papeles de comercio, que no tienen el carácter de títulos de crédito. Pero, además, puede existir oferta pública de título de crédito sin hacerlo por la vía regular que marca la Ley de Mercado de Capitales, y con esto, concluimos que los títulos valores, aun en los casos que no sean por naturaleza títulos de crédito , deben integrarse conceptual y sistemáticamente a la teoría de los títulos de crédito, porque aun aquellos títulos valores, que por naturaleza no sean títulos de crédito, participan de las características de los títulos de crédito, por lo menos en materia circulatoria, y esta equiparación solo podrá hacerse trabajosamente por la vía jurisprudencial. En el campo conceptual y teórico existen dos inconvenientes serios. Si los títulos valores deben ser negociados necesariamente por la vía de la bolsa de valores, debemos reconocer que los principios de literalidad y autonomía quedan resagados en los títulos valores, pues lo que prevalece y debe prevalecer son las constancias de que existen los registros que deben ser llevados por cada título y no los que constan en el documento. Entonces, lo de la literalidad y autonomía, que algunos legisladores refirieron sin saber qué decían, exactamente debe ser revisada por la vía interpretativa. De esto se infiere que los títulos valores son títulos de créditos, porque son circulatorios pero no son cambiarios, como equivocadamente lo pusieron en el Art. 8º de la Ley 1248/98.

### **37-CIRCULACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES**

La circulación de negociación de los títulos valores puede ser dentro y fuera del recinto de la bolsa. Los últimos son las negociaciones extrabursátiles.

Si admitiéramos a los títulos valores como especie de los títulos de crédito o lo equiparáramos a estos en cuanto a su ley circulatoria, aun en los casos de que no lo sean por naturaleza títulos de crédito, tienen las mismas reglas circulatorias que los títulos de crédito de oferta individual, o sea siempre han de ser: al portador o nominativo o a la orden, pero estas modalidades circulatorias en los títulos valores están supeditadas, a su vez, a que previamente sean admitidos por la Comisión Nacional de Valores para que su negociación pueda hacerse a través de la bolsa de valores. Nos referimos a que estén ofertados a través de la Bolsa de Valores, de conformidad a los Arts. 31 al 33 de la Ley 1284/98, porque según que la circulación sea en el mercado primario o secundario y estos a su vez lo sean por oferta pública o privada.

El Art. 4° de la Ley 1284/98 establece “Es oferta pública de valores aquella que se hace al público o grupo determinado, por cualquier medio de comunicación o mediante ofrecimientos personales, para efectuar cualquier acto jurídico sobre los mismos”. Esta disposición está complementada por el Art. 5° que dice: “Toda oferta de valores requerirá autorización previa de la comisión”. De lo dicho se colige que oferta pública es el ofrecimiento al público en general en forma indeterminada o a grupos determinados siempre que dentro del grupo haya indeterminación del destinatario de la oferta, y toda vez que tenga autorización expresa de la Comisión. Una oferta al público que lo sea sin autorización de la Comisión no es de un título valor.

Esta particularidad circulatoria a través de la bolsa de valores debe afectar indefectiblemente a la cancelación o privación de eficacia del mismo y que deben ser diferentes a los títulos de crédito de oferta individual. Es así porque necesariamente debe intervenir la bolsa de valores donde circula y en su caso la comisión. La privación de eficacia de estos títulos valores, en el caso que quepa cancelarlo judicialmente, debe ser con la intervención de la bolsa de valores, donde circula y cabría en los títulos valores que no sean al portador; la revindicación de los mismos es siempre con intervención de la bolsa respectiva.

### **38-LA SECURITIZACIÓN O TITULIZACIÓN Y SU INCIDENCIA EN EL MERCADO DE VALORES**

La titulización o securitización es la emisión de títulos de la deuda sobre la cartera de crédito que se origina como un patrimonio separado del natural, a través de instituciones denominadas securitizadoras, para ser ofertadas en la bolsa de valores, pues, la institución que la autoriza es la Comisión Nacional de Valores. Este es un poderoso instrumento financiero muy poco utilizado en nuestro medio; suponemos que tal vez por desconocimiento, pero puede crear, especialmente para las instituciones públicas, un instrumento fabuloso de crédito. La securitización es la transformación de activos crediticios inmovilizados en títulos valores colocados en la Bolsa de Valores para el inversor en esta clase de título. Una vez identificado el activo, este es separado para emitir sobre la misma un título valor. La ventaja para aquel que lo adquiere, es que la separación de estos activos crediticios inmovilizados en patrimonio separados, constituye una garantía efectiva para el inversionista. Por otra parte, para aquella empresa que necesita de capital, la forma más segura de obtenerlo es securitizando ( en el idioma anglosajón o titulizando en España o bursatilizando en México), transformándolo en títulos valores. Por ejemplo, si la Comuna de Asunción requiere de dinero para construir la franja costera, lo puede hacer a través de la securitización de su activo sobre las facturas de los

servicios a percibir que realizará en el futuro y a ser cobrados como tasas. Con estas facturas a futuro se promedia a través de un cálculo la posibilidad real o aproximada de captación de recursos en el futuro y una vez homogeneizado se hace su titulización o securitización, emitiendo un título valor que es materia de negociación para hacerlo efectivo.

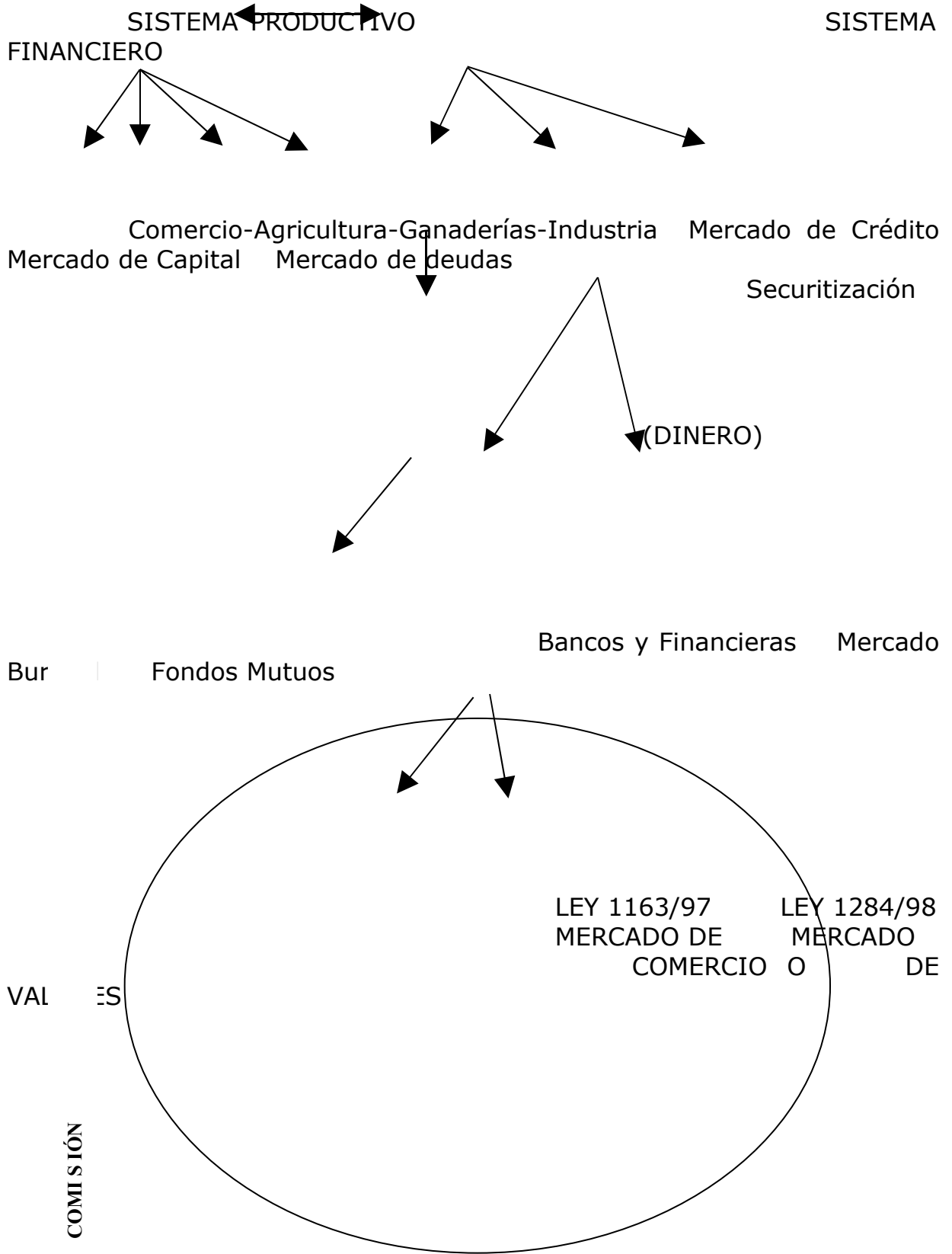
La Ley que se ocupa de la securitización es la N° 1036/97.

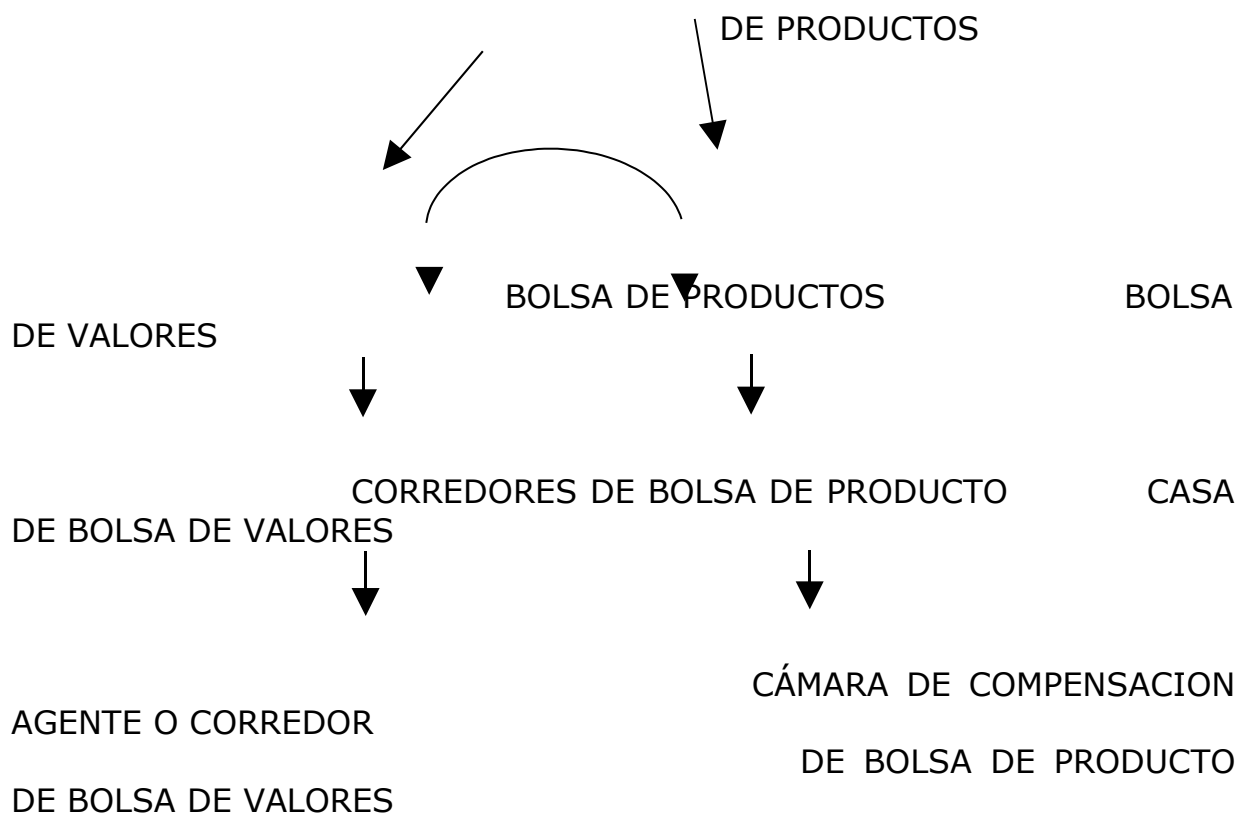
Como lo señala en el Art. 8, para operar en securitización o titulización es necesario que la cartera de crédito inmovilizado sea HOMOGÉNEO O SUSEPTIBLE DE SER HOMOGENEIZADO. La estructuración de la securitización requiere de la homogeneización, para operar a través del **vehículo**, que es la sociedad securitizadora, para que esta emita títulos valores y los coloque en la Bolsa de Valores. Debe entenderse por homogeneización, la identificación y separación del activo a comprometer por el originador o constituyente, que debe hacerse a través de un contrato entre el originador y la securitizadora. Lo importante es entender aquí, es que con la operación de la identificación del activo a comprometer y su homogeneización se crea un título valor que debe ser negociado a través de la bolsa de valores

### **39-LA SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO Y SU FUNCIÓN EN EL MERCADO DE VALORES**

Fundado en el principio de transparencia y obligación de informar que rige a los títulos valores, se ha creado una institución, por la Ley 1056/97 que se llama Sociedad Calificadora de Riesgo, que tiene por objeto la calificación - riesgo de cualquier título valor sujeto al régimen de oferta pública por medio de un proceso o análisis para establecer la solvencia del emisor y las posibilidades de recuperación de las inversiones. Esta institución está muy ligada al mercado de capitales y especialmente con las operaciones bursátiles, pues es la que ayuda a crear confianza en el sistema, haciendo realidad la transparencia y la obligación de informar que constituyen los principios básicos del sistema de operaciones con títulos valor por oferta pública. Esta sociedad calificadora de riesgo debe constituirse como sociedad anónima y en la mencionada ley, se establece el mecanismo para evaluar el riesgo de los títulos valores, para ser autorizados por la Comisión Nacional de Valores

# ECONOMIA DEL PAÍS





**Currículo del Autor:**

El autor de este trabajo es Doctor en Ciencias Jurídicas por la Facultad de Derecho de la U.N.A. en el año 1989, con calificación “cum laude”. Es profesor contratado de Derecho Comercial del curso de Postgrado de maestría en el área civil, en la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Asunción. Publicó varios libros, entre ellos, “Títulos circulatorios, acercamiento a una teoría general” editado por la Editorial La Ley. Tiene varias monografías publicadas en revistas especializadas- Correo electrónico: [carmelocastiglioni@hotmail.com](mailto:carmelocastiglioni@hotmail.com)

