

# LA TENTATIVA DE ERRADICAR LA RECOMPRA BURSÁTIL

*Lic Carlos Andrés Dalolio Jiménez*

## **Sumario**

- I. Introducción
- II. Conceptualización del reporto
- III. Caracteres de la recompra
- IV. Distinciones entre reporto y recompra
- V. Libertad contractual y función económica
- VI. El disfraz del reporto tripartito
- VII. Conclusiones

## **I. Introducción**

El contrato bursátil de la recompra, ha sido duramente criticado. La razón de los ataques que ha sufrido, estriba primordialmente, en su objeto no fungible.

Necesariamente, hay que afirmar que esa situación, deriva de problemas de índole superestructural e infraestructural del sistema bursátil costarricense.

Sin rodeos, los reproches que se le lanzan, derivan del objeto mismo del contrato. Recae sobre títulos que no son estandarizados.

Los políticos encargados de promulgar las leyes y los hombres fuertes que los patrocinan desde el sector bancario, así lo han consentido. Igualmente, los operadores de la bolsa y los personeros estatales, por no instar a un cambio.

Y como se dijo, ese mal, es endémico de todo el ámbito del mercado de capitales y con una causa generadora principal.

El Estado ha utilizado a la bolsa, como su ventanilla para financiamiento. Coloca de documentos de deuda. Arroja al mercado, el grueso de los valores admitidos a cotización. Paga altas tasas de interés y sostiene a los entes fiscalizadores con los tributos saldados por los costarricenses. Los inversionistas, al analizar fríamente ese incentivo y bajo un lógico criterio de rentabilidad, optan por adquirirlos. También tienen en cuenta, la presunta seguridad y bajo riesgo de insolvencia, al amparo de la garantía estatal.

Ello, provoca que la inversión en títulos privados (que sí podrían tender a ser estandarizados), sea dejada de lado. Incluso, que los mismos emisores privados, emulen el proceder oficial. Entonces, la mayoría de los títulos que negocian, son de deuda pública. De suyo, viene a reflejarse en ellos, el fenómeno de la heterogeneidad. Al Estado, en sus cíclicas crisis fiscales, le ha convenido ofrecer documentos

que brinden beneficios muy variados y con plazos relativamente largos a los ojos del inversor nacional<sup>1</sup>.

Esa conducta administrativa de muchos años, ha aparejado consecuencias para el régimen bursátil. En Costa Rica, no se han explotado las virtudes de las emisiones masificadas. No se le ha sacado provecho a la baja en costos que representaría. No se ha impulsado al potencial que representa la circulación ágil de los títulos. Tampoco se ha tenido en cuenta los beneficios en términos de la multiplicación de las transacciones.

Empero, lo apuntado no debe tomarse como una sentencia de muerte inmediata para la recompra. Sino, en un atisbo que conduce a un cambio gradual. Por lo que se dirá, no es una figura despreciable del todo. Cumple una función económica y jurídica innegable.

## II. Conceptualización del reporto

El parámetro comparativo para valorar el papel de la recompra, dentro del mundo de la bolsa,

no es otro que el contrato de reporto. Aunque parezca ocioso, hay que traerlo a colación.

El reporto, tiene vida propia y es una categoría que tiene mucha aceptación en la doctrina. Sin embargo, se ha querido ver en él, una simple compraventa y con más propiedad un préstamo. Lo cierto es que el reporto se presenta con caracteres propios y diferenciales de otros contratos que obligan a calificarlo como figura autónoma dentro de las categorías contractuales.<sup>2</sup>

El reporto no constituye una pluralidad o composición de diversos contratos, sino que orgánicamente debe considerarse que es uno solo. Es una transmisión de ida y regreso, entre las mismas partes, de los títulos y del precio<sup>3</sup>.

Lo cierto es que no puede considerarse al contrato de reporto dividido en sus dos etapas o funciones, pero únicamente para efectos académicos. No puede concebirse dos ventas autónomas y sin relacionarse una con la otra<sup>4</sup>.

En el reporto las partes no persiguen la

---

1 En España, se habla de “repos” ó “repurchase agreements”, de deuda pública. Su fin, es captar ahorro público y se hacen con una función más bancaria y financiera, que meramente bursátil. No es claro, si ahí recaen siempre sobre títulos fungibles o no, pero la tónica en Costa Rica, es la de títulos no fungibles. Ver Zunzunegui (Fernando). Derecho del Mercado Financiero. Marcial Pons, 1997, p. 586-590

2 Messineo, (Francesco). Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. Buenos Aires, Ediciones Jurídicas Europa América. 1979, p. 141. Indica: “Se debe considerar que el reporto no debe reconducirse a ninguna otra figura conocida, aún cuando con ella pueda presentar alguna afinidad de orden jurídico; y que, en el reporto se debe contemplar aquel típico contrato que, conforme a su función económica, sirve para la adquisición temporal (y correlativamente pérdida) de la propiedad de títulos, y que el mismo realiza un caso de propiedad temporal.” Hay que considerar, que esta especie contractual, como lo señala el autor, se engarzan dos operaciones bursátiles, para conducir a un fin pensado por los contratantes.

3 Rodríguez Azuero (Sergio). Contratos Bancarios. Su significación en América Latina. Bogotá, Legis SA, 2002, p. 682. Este doctrinario sudamericano, brinda su caracterización del negocio de comentario: “Se trata de un típico negocio de crédito, desde el punto de vista jurídico, en donde existe la transmisión actual de la propiedad por parte del reportado al reportador con la obligación para este último de retransmitirla ulteriormente. Existe entonces una doble transmisión separada en el tiempo que da origen al reconocimiento de una remuneración pecuniaria, a favor, ordinariamente del reportador, quien entrega la suma de dinero”. Se desprende de este pasaje citado, que el reporto es un camino de ida y vuelta para los valores sometidos a ese negocio, con un traslado temporal de la propiedad.

celebración de dos contratos separados. La voluntad de ellas consiste en celebrar un solo contrato, un solo acto. La manifestación de la voluntad, propende a la consecución de una meta conjunta. En palabras simples, pueden ser especulativa, de financiamiento o de obtención de mayoría accionaria. Y aún cuando sus efectos se produzcan en dos fases separadas por un término más o menos breve.

Otra temática relevante, y que queda en un limbo en el régimen de la recompra, es la de los derechos accesorios<sup>5</sup>.

Para el caso del reporto, los artículos que van del 46 al 49 de la ley 7732-97, poseen previsiones. Los derechos derivados de los títulos son de distinta naturaleza, según la clase de títulos que se trate. Por ejemplo, si son acciones de una sociedad, varias serán las facultades que puede decirse que son obligatorias como sería el deber de ejercitar por el reportador, cuestiones tales como el derecho de opción, el voto, el cobro de dividendos, etc.

Aunque el reportador sea propietario de los títulos frente a terceros y frente al mismo reportado, el derecho que sobre los mismos adquiere no es pleno e ilimitado sino sujeto a un conjunto de restricciones en relación con el goce sobre los títulos recibidos. Esto diferencia el reporto frente a una común compraventa.<sup>6</sup>

El reportador puede disponer de ellos. Podría pignorarlos, si es capaz de recuperarlos a tiempo. No puede gozar de ellos en el sentido que los frutos o derechos accesorios derivados de los mismos queden beneficio propio de él mismo, como sucedería si se tratase de un derecho de dominio pleno, sino que ellos se adquieren para el reportado, por regla general, salvo pacto en contrario.

La obligación de ejercitar algunos derechos a favor del reportado se somete a ciertas condiciones, como la de constituir fondos suficientes por parte de este último con prudente antelación<sup>7</sup>, en cuanto dicho ejercicio imponga al reportador un desembolso de recursos.

---

4 Linares Bretón ( Samuel). *Operaciones de Bolsa, bolsas de comercio y mercados de valores*. Buenos Aires, Ediciones Depalma SRL, 1980, p.170. Hace ver este tratadista argentino: "Entendemos que no se debe recurrir a una asimilación de este contrato a las figuras jurídicas tradicionales, sino más bien calificarlo de sui generis y señalar que es el resultado de dos compraventas, con la característica especial de que la primera se celebra con la condición de que la segunda es de cumplimiento obligatorio."

5 El artículo 7 del reglamento operativo para operaciones de recompra, acuerdo 026-91, parece aplicarse un razonamiento similar para los casos del reporto. Se habla de que los derechos accesorios, pertenecen al "vendedor final a plazo", salvo pacto en contrario. Aún se usa ahí, la vieja numeración de la ley anterior.

6 Cfr con Rodríguez Azuero, *op cit.*, p. 690, en lo que respecta a las tesis que diferencian al reporto de la compraventa simple y de la prenda.

7 La ley 7732-97, en el ordinal 46, es totalmente omisa en cuanto al plazo en el cual el reportado debe suministrar los fondos suficientes al reportador. En otras legislaciones, se establecen pautas temporales máximas y determinadas.

La ley reza que los intereses, dividendos y otros beneficios exigibles corresponden al comprador a plazo (reportado), salvo pacto en contrario.

Puede agregarse, que cuando el contrato tenga por objeto títulos accionarios, el derecho de voto corresponderá al vendedor (reportador) hasta el momento de la entrega<sup>8</sup>.

El derecho de opción o suscripción preferente, es aquel que se da en razón de una emisión de acciones nuevas. Otorga al accionista, una posibilidad para que mantenga una participación equivalente a la que tenía antes de la nueva emisión. El derecho de suscripción preferente es inherente a títulos accionarios, en donde dicho derecho corresponderá al reportado. Sin embargo, él deberá dar aviso con suficiente tiempo de antelación y en las condiciones necesarias, al reportador para que este ejerza el derecho de opción. En este

caso el reportador ejercerá este derecho por cuenta del comprador (reportado), siempre y cuando como ya se dijo, el reportado le supla de los fondos necesarios. En caso que el reportado no lleve a cabo las correspondientes diligencias, el reportador deberá procurar la venta de la prioridad (del derecho de suscripción preferente) por cuenta de aquel, al mejor precio posible, por medio de un agente de bolsa.<sup>9</sup>

Ahora bien valdría la pena preguntarse ¿porqué los derechos accesorios le corresponden al reportado y no al reportador? La respuesta parece estribar en un asunto de equidad.<sup>10</sup>

### **III. Caracteres de la recompra<sup>11</sup>**

En el medio costarricense, la recompra fue el negocio jurídico más utilizado por los operadores de la bolsa. La llamada tipicidad “social” de ese negocio, es insoslayable<sup>12</sup>.

8 El comprador o reportador, adquiere el título para poder exhibirlo y votar en asambleas de accionistas. Ese es uno de los mayores atractivos del contrato. El vendedor reportado, percibe ganancia por facilitarlo. Ha sido el comprador-reportado, quien lo ha buscado y ha pagado la prima. Este es el famoso “deporto”.

9 Este es uno de los pocos casos en los que el silencio, cobra un valor positivo dentro de nuestra legislación.

10 Hernández Aguilar (Álvaro). Derecho Bursátil. Tomo II. San José, IJSA, 2004, p. 375. Expresa este autor nacional: “Esto es así ya que “la posición regulada por la ley parece más equitativa y justa, dado que podría resultar desproporcionado conceder al reportador, por un corto período de tiempo unos beneficios económicos o patrimoniales que serían excesivos en relación con el breve tiempo de propiedad de los títulos.” El reportado, podría pensarse, realiza el negocio para recibir los títulos en las mismas condiciones en que los entregó, es decir con todos los derechos accesorios.

11 Extractado y comentado a partir de tres obras. A saber, la de Jop Dejuk (Arturo). Los determinantes del riesgo en operaciones de recompra. Tesis de grado para optar por el título de Magíster en Administración de Negocios. Sistema de Estudios de Posgrado. Universidad de Costa Rica, 2002. ; Barquero Ulloa (Adriana). Las operaciones de recompra en la BNV en el período 1996-2000. Tesis de grado para optar por el título de Magíster en Administración de Negocios. Sistema de Estudios de Posgrado. Universidad de Costa Rica, 2001; y, Cortés Arroyo (Carlos German) y otros. Propuesta para el registro contable de las operaciones a plazo, de recompra y reporto en los fondos de inversión del mercado financiero costarricense. Tesis de grado para optar por el título de Licenciados en Administración de Negocios. Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Administración de Negocios. Universidad de Costa Rica, 2004.

12 Escoto Leiva (Roxana); Meoño Briansó (Mario). Operaciones Bursátiles. San José, EUNED, 2003, p. 95. Los escritos citados, dan su definición de la recompra y a la vez, detallan la forma en que se desenvuelve: “Mecanismo que permite a los inversionistas satisfacer sus necesidades temporales de liquidez, sin tener que deshacerse de los títulos valores que posee (...) por determinadas razones (alta tasa de interés facial, por ejemplo) y que tiene una necesidad temporal de liquidez, puede vender este título a otra persona por un plazo determinado y acordar la recompra al final (...) El inversionista comprador devuelve el título al propietario original. Este le reintegra el dinero recibido más el rendimiento pactado por la operación”.

A nivel legal no existe norma alguna que la regule de manera específica. Sólo el marco flexible y genérico del 41 de la ley 7732-97 y lo que pueda desprenderse de los artículos del 47 y siguientes de ese cuerpo normativo.

Sólo está positivizado el contrato de reporto. Esa figura sí es típica y es clásica en la doctrina. La correcta en plano del deber ser. Sin embargo, en Costa Rica no se había celebrado con frecuencia contratos de esa clase.

Ha sido la tipicidad social, la que se ha impuesto en el medio bursátil y ha hecho usual la recompra. Tanto así, que hasta reciente fecha, sólo había recibido mención, en un reglamento dictado por un sujeto configurado bajo un esquema privatista, como es la sociedad encarnada en la Bolsa Nacional de Valores.<sup>13</sup>

De manera más reciente, en la Ley de Simplificación y Eficiencia Tributaria, hay una mención, para efectos fiscales.<sup>14</sup>

Hay que dejar en claro, que dicha sociedad anónima especial, fue dotada por el propio legislador, para darse su fuero interno. Así lo deja a entrever el numeral 42 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Lo dicho, no aplaca la crítica que se pueda lanzar por el vacío legal. Por la magnitud o volumen de operaciones que

pasan por recompra, seriamente los diputados, debieron plantearse la importancia de tomarla en un pacto de bolsa nominado.

La última norma citada, abarca tanto operaciones de contado, como a las de plazo. La recompra, engloba un poco de ambas, pero con mayor énfasis en la segunda categoría.

Hay que recordar, que el concepto establece la existencia de dos operaciones. La primera, se va a realizar a hoy (que en la jerga bursátil quiere decir entre veinticuatro horas y siete días, por los procedimientos de liquidación). Se liquidará en forma ordinaria y consiste en una compraventa de título valor. La segunda, es una operación a plazo. Casi siempre, intervienen los mismos participantes y el mismo título.

La recompra aparece en escena como una derivación del contrato de reporto. Éste último, si cuenta con previsiones específicas.

A nivel de corredores costarricenses, se habla indistintamente de contrato de reporto como de recompra.

No se tiene claro el origen de la recompra. Se pierde en los anales de los usos bursátiles. Podría decirse que existen dos factores que

---

13 Se está haciendo referencia al ya derogado reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. A la sazón, era el Sistema Operativo para la realización de operaciones de Recompras. Acuerdo de la Junta Directiva BNV, sesión 26/91, que decía: "Se consideran operaciones de recompra aquellas mediante las cuales las partes contratantes acuerdan la compraventa de títulos y valores y su retrocompra, al vencimiento de un plazo y un precio convenidos"

14 Se fija un impuesto único del ocho por ciento sobre rendimientos obtenidos en reporto o recompra. Se aplica esa tarifa o alícuota, a la ganancia que haya entre el precio de la primera operación de contado y la segunda a plazo.

incidieron. Por un lado se dice que fueron los corredores de bolsa que adaptaron la figura a nuestro medio como una práctica.<sup>15</sup>

Lo cierto, es que logró entronizarse dentro del sistema bursátil nacional y tiene atributos particulares que se pasan a señalar.

Conviene entonces, hacer un breve recuento sobre las características de las operaciones de recompra, son las siguientes:

Los títulos que las sustentan pueden ser de naturaleza privada o pública, de deuda u otro tipo.

Deben tener alta bursatilidad. No estar sujetos a sorteo y que su vencimiento no sea anterior al de la operación pactada. El valor de mercado de estos títulos debe ser mayor al monto de la recompra, para contar con cierta cantidad que se utilizaría si se presentan llamadas a margen como consecuencia de una pérdida de valor del título.

Los dividendos o intereses de los títulos que se generen durante el período de vigencia de la recompra, corresponderán al vendedor a plazo, salvo que se establezca lo contrario.

Los títulos involucrados en la operación de recompra se depositan en una Central de Valores, por el plazo de la operación.

Se constituye un fideicomiso en el cual los puestos de bolsa figuren directamente como fideicomitentes y a la vez fideicomisarios. La Bolsa Nacional de Valores, figurará como fiduciario. La Bolsa, va a recibir en propiedad fiduciaria los títulos objeto de recompra, para administrarlos en la forma y condiciones dispuestas en el sistema operativo y en el contrato interpartes.

Los puestos de bolsa son responsables del cumplimiento de las operaciones derivadas de las recompras. Si en la fecha de la operación de retrocompra, el comprador a plazo no entrega el dinero de la operación, se procederá a la venta forzosa del título valor, lo que hará la Bolsa a través de un puesto diferente a los involucrados en la operación de recompra incluida. En toda liquidación que resulte de la venta forzosa de títulos y valores objeto de la recompra y de sus garantías adicionales, primero se pagan las comisiones de custodia. Luego comisiones de bolsa por venta forzosa y por último, la obligación incumplida de la operación de recompra, más los intereses legales de mora. Si el monto obtenido con la venta forzosa, es insuficiente, se le va a pagar con el sobrante del producto y comprobante de la cuenta, para que acuda a la vía jurisdiccional.

La garantía de la recompra, debe estar actualizada. Si el título pierde valor, el Puesto de Bolsa deberá aportar el monto adicional de

---

15 "...la recompra es un contrato de bolsa, entendiéndose como tal (...) al contrato que se celebra en la bolsa de valores por medio de los puestos de bolsa y que tengan como objeto valores admitidos a negociación en dicha bolsa..." Agrega que "...el reporto no es de aplicación en nuestro mercado de valores, que gusta del título individual. Ante tal imposibilidad de aplicación práctica del reporto, se desarrolló la figura de la recompra...". Arias Córdoba (Fabio). *Revista Ivstítia*. *Recompra: ¿reporto o préstamo?*, Año 13. N° 151-152, 1998, p. 28.

la garantía, en dinero o valores. Se lo puede solicitar al cliente que representa, o pagarla por cuenta propia.

Hay varios riesgos crediticios no sistemáticos:

1- Si al vencimiento no hay liquidez en el mercado y no se puede negociar una nueva recompra y el inversor inicial no tiene otras fuentes que permitan hacer frente a la operación de recompra que se vence, se tendrá que liquidar el título en forma forzosa al precio que fije el mercado<sup>16</sup>. 2- Ante una pérdida del valor del título, si el excedente de garantía que posee, no es suficiente para cubrirlo, se hará un llamado al margen. Consiste en solicitar que se depositen valores por un monto determinado. Si el inversor no posee medios, debe aportar los títulos, se procederá a la venta forzosa del título subyacente<sup>17</sup>.

#### **IV. Distinciones entre recompra y reporto**

El contrato de recompra comparte ciertas similitudes con el contrato de reporto, y diferencias. A saber<sup>18</sup>:

Son contratos unitarios, ya que en ambos contratos la segunda operación (a plazo) depende y tiene como causa la primera. En ambos contratos el dueño de los títulos no desea desprenderse de éstos. Pero en el reporto se le podrían entregar otros tantos de la misma especie y calidad al reportado (al término de la segunda operación)

En la recompra se le entregará al comprador a plazo, los mismos títulos generalmente que entregó en la operación al contado.

---

<sup>16</sup> En este lamentable evento, el mecanismo es la ejecución coactiva bursátil, prevista en el 51 de la Ley 7732-97.

<sup>17</sup> Este tipo de riesgo, saltó a la vista en el problema analizado por el Tribunal Segundo Civil de San José, Sección Segunda, voto 226 de las 16:35 horas del treinta de junio de 2004. El puesto de bolsa del comitente, desmaterializó el activo subyacente en una Central de Valores, junto con las garantías que podían recibir el vendedor a plazo. Perdió todo tipo de registros y dejó inmerso al vendedor a plazo (tercerista o incidentista en la reivindicación de título), sin posibilidad alguna de identificar los dineros colocados. A la postre, el uso del mecanismo de la recompra, por ser un contrato poco común, sembró dudas en el tema de la legitimación activa para reivindicar. Empero, tal punto no fue alegado y la articulación se desestimó por el fondo. El calamitoso camino de la vía ordinaria, fue lo único que le quedó a la Cooperativa y al Banco vencidos. El mejor comentario que se puede añadir, a este caso, tiene que ver con el siguiente apartado. Si los títulos, hubieran sido estandarizados, no hubiera existido el más mínimo problema para identificar la especie y calidad que tuvieron, e importes, antes de ser desmaterializados. En ese sentido, hay que reconocer la ventaja que brindaría un reporto, sobre una recompra.

<sup>18</sup> *Ibidem*. p. 37.

En ambos contratos el inversionista (reportador) desea asegurarse una ganancia sin adquirir la propiedad definitiva de los títulos. Pero cabe hacer mención que esto no es siempre de ésta manera en el reporto, ya que puede darse un contrato de reporto a la par, o bien podría pensarse en un deperto, que ambos no suponen una ganancia para el inversionista (reportador). O sea, en el reporto el premio o rendimiento puede ser a favor del reportador o bien del reportado. En la recompra siempre se pagará un precio mayor en la segunda operación equivalente al interés del dinero invertido, a favor del vendedor a plazo.

El objeto del contrato de reporto sería títulos en serie. La recompra tiene por objeto títulos determinados y está concebido para la devolución de los mismos títulos. O sea el reporto se da sobre títulos fungibles, mientras que la recompra se da sobre títulos individuales.<sup>19</sup>

En el reporto los títulos pasan a ser propiedad del reportador por un breve lapso. Se compromete a devolver otro tanto de la misma especie y calidad, por lo cual libremente puede disponer de esos títulos. La recompra no implica una verdadera adquisición del dominio para el vendedor a plazo, quien no puede disponer de esos títulos o valores, o sea no hay una transmisión de propiedad en la recompra<sup>20</sup>.

En caso de incumplimiento, el reporto cesará de tener efectos y cada parte conservará lo que haya recibido al perfeccionarse el contrato. En contraste, la recompra, en caso de incumplimiento debe acudir a la ejecución coactiva bursátil. vender los títulos y sus garantías, en razón que no son propiedad del vendedor a plazo<sup>21</sup>.

## **V. Libertad contractual y función económica**

Desde la promulgación de la anterior Ley Reguladora del Mercado de Valores, en 1990, se ha intentado implementar en el mercado bursátil costarricense, la estandarización.

En verdad, esa lucha, tiene un fin inteligente, práctico y totalmente loable. Propende a evitar las trabas en el mercado bursátil nacional, agilizando las transacciones.

El principio de circulación, propio de los valores, se vería maximizado a un nivel macro y ello es indiscutible. Es más fácil transar paquetes compuestos de los mismos elementos uniformes.

Los costos de emisión, sin lugar a dudas, podrían bajar ya que quedan inmersos en las mismas cantidades de palabras, tamaño de papel (si se usara ese medio de registro) y recursos de imprenta.

19 Igualmente se podría pensar que por medio del reporto, en la segunda operación se podría transferir los mismos títulos.

20 Consta así en la sentencia 226-2004, emanada de la Sección Segunda del Tribunal Segundo Civil de San José, criterio que se comparte y que es acorde con la naturaleza del negocio de comentario.

21 Una muestra de que se evita incurrir en la prohibición de pacto comisorio.

Cada título, masificadamente igual que los demás, sería fácilmente identificable y moneda de uso común entre los operadores bursátiles.

No hay que olvidar, tampoco, que dos principios cardinales en esta materia, son la formación oficial de precios y la realización por medio de bolsa. En virtud de ellos, la cotización y la verificación de tratos, se hace dentro del esquema bursátil. Jugar bajo las mismas reglas, puede derivar en mayor eficiencia.

Mismos plazos, tasas, valor, etc. Uniformidad.

El suscrito, no tiene reparos en reconocer que por medio de la estandarización y la utilización de reportos, todos esos nobles cometidos, se pueden cristalizar.

Sin embargo, ello no debe implicar la muerte inmediata y forzosa de un tipo contractual, que ha sido creado al amparo de la autonomía de la voluntad. Sea, dentro de ese ámbito de autodeterminación que le permite a cada sujeto del mercado, decidir cómo dispone de su patrimonio.

Se rescata un extracto digno de citar en forma integral:

“He condenado siempre con energía el empeño de aprisionar la libertad humana en unas cuantas reglas preestablecidas en la ley. Son válidas y dignas de respeto cuantas combinaciones invente el interés

privado con tal que no sean contrarias a la moral y las buenas costumbres, quepan o no, en las clasificaciones siempre estrechas e insuficientes del legislador. Lo de menos es que los pactos y estipulaciones de los ciudadanos estén de antemano clasificados y tengan un nombre técnico en el Código. No hay quien pueda prever todas las combinaciones que es capaz de crear el ingenio humano por el aguijón de la necesidad y del interés. En nuestro tiempo se han descubierto formas de asociación antes desconocidas, contratos mercantiles y manifestaciones de crédito ignoradas de nuestros abuelos y aún de nuestros padres. ¿Y hemos de rechazarlas porque en los Códigos les falte el nombre de bautismo o porque no se acomoden a sus clasificaciones artificiosas, interventoras y arbitrarias? No. La tutela del Estado no puede llegar hasta obligar a ciudadanos a que en sus convenciones no se salgan del patrón que les ofrezca la ley. En buena hora que ésta modere los contratos ya conocidos y estudiados, pero respetando siempre las modificaciones que libremente pacten los contrantes, así como las nuevas combinaciones que su razón les sugiera, siempre que en esencia sean lícitas y honestas”.<sup>22</sup>

Es cierto que el legislador costarricense, no promulgó una norma que hiciera clara referencia al contrato bursátil de recompra. Bajo esa tesitura, se abrió un portillo que le dio vida a una mutación. En efecto, la recompra, representa una degeneración de la figura del reporto y doctrinariamente, es vista como un paria.

---

22 Manuel Alonso Martínez citado por Luis Díez Picaso. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Tomo I: Introducción a la teoría del contrato. Editorial Civitas, Madrid, 1996, pp. 127 y 128.

Pero una realidad de muchos millones de colones y muchos títulos involucrados en ese negocio, en la actualidad, impone la imposibilidad de cerrar los ojos ante la recompra.

En ese sentido, hay que endilgarle la responsabilidad por omisión al legislador. Debe culpársele, por algo que no ha sido hecho. Intentar regular, sin tantas lagunas, un pacto que los particulares usan de forma creciente. Pero esa omisión, no le ha restado vida a la figura de la recompra.

Si de un plumazo, se eliminara, los títulos individuales que hoy se encuentran en el mercado, le depararían muchas dificultades a las partes envueltas en la recompra. En la vacatio legis, todos esos sujetos quedarían en una posición de incerteza, ante la duda que sus títulos vayan a ser aceptados por otras personas y empresas. Quedaría la duda, si pueden lograr financiamiento mientras vencen, si les querrían dejar utilidad suficiente para adquirirlos para votar<sup>23</sup>.

El hecho que los títulos valores no fungibles, no gocen de las amplias virtudes de los fungibles, no debe aparejar su inmediata aniquilación.

Simplemente, debe ser el mismo mercado, por medio de sus agentes económicos, quien seleccione el mecanismo más conveniente a sus intereses privados. Tanto la recompra, como el reporto, pueden coexistir.

Si un sujeto, quiere emitir títulos individuales, al amparo de los artículos 28 y 46 de la Constitución Política, no se le puede frenar.

Actuar en ese sentido, sería cercenar libertades públicas y dar un motivo para una acción de inconstitucionalidad.

Gran conclusión: una ley que impusiera la muerte súbita de la recompra, quedaría tan sólo en una mera tentativa.

## ***VI. El disfraz del reporto tripartito***

La Bolsa Nacional de Valores, dio vida a una serie de reformas, tendientes a fortalecer el empleo del reporto en nuestro medio.<sup>24</sup>

Dichos cambios, obedecen a las transformaciones sufridas por el Reglamento sobre Operaciones de Reporto. Originalmente, esa normativa infralegal, fue aprobada por acuerdo de Junta Directiva adoptado en sesión

---

23 Como solución, se propone que esos valores sean recibidos por los entes gubernamentales (principales emisores de títulos individuales) y los cambien en equivalente, por títulos seriados fungibles del mismo valor y beneficios económicos. No obstante, hay que estar muy consciente, que el Estado es impersonal y siempre va a faltar la voluntad política para incurrir en nuevos costos de emisión y de logística para coordinar el cambio. Y es el principal emisor de valores no fungibles. Eso, no puede olvidarse, a pesar de que en el sector privado, sí se deseara cambiar las cosas. Un análisis similar, puede ser encontrado en el artículo de "Quirós Romero, (Mónica). Comprenda el paso de la recompra al reporto. El Financiero. 4 de mayo de 2003" y Quesada Céspedes (Wilberth). Reportos sustituirían recompras. El Financiero. 23 de febrero de 2003"

24 Escoto Leiva (Roxana); Meoño Briansó (Mario). Operaciones Bursátiles. San José, EUNED, 2003, p. 95. Rodríguez Azuero. Contratos Bancarios. Su significación en América Latina. Bogotá, Legis SA, 2002, p. 682.

número 17/2005, artículo 4, inciso 4.4 del día 14 de noviembre de 2005.

Poco tiempo después, por acuerdo tomado en sesión 04/2006, artículo 2 del 13 de marzo de 2006, se le introdujo una variación más, que frontalmente tocó a la recompra y que fue apadrinada por oficio 1248 de 27 de marzo de 2006, emanado de Sugeval.

A partir del artículo 17 de ese reglamento operativo, se enuncia el reporto tripartito. Paralelamente, se derogan las viejas disposiciones del Sistema Operativo para la realización de Operaciones de Recompras, adoptado en acuerdo de la sesión 26/91 y sus modificaciones.

Se dicta un transitorio I. Éste, señala que las operaciones de recompra pactadas con anterioridad a la entrada en vigencia del reglamento nacido al amparo del acuerdo 04/2006, se registrarán por la normativa vigente al momento de su realización, hasta su vencimiento.

Este transitorio, tan sólo representa el reconocimiento por parte de los directivos de la Bolsa, de la problemática comentada en el párrafo anterior. Denota la intención de no violentar en forma abrupta, la voluntad de las partes contratantes.

Mantiene vivas las recompras, pero bajo el eufemismo de que en lo sucesivo, donde aparezca esa palabra, deberá entenderse como “reporto tripartito”.

Ese cambio de nomenclatura, es un velado intento, de ir borrando poco a poco, del inconsciente colectivo, la alusión a la recompra. Empero, no apareja ninguna evolución verdaderamente sustancial.

Lo único que cambia, es la denominación de un instituto jurídico y no su naturaleza intrínseca. Prepara el terreno, para otras transformaciones a futuro, para que el inversionista y los operadores bursátiles, se habitúen al reporto. Y refuerza el hecho, que, el uso de títulos estandarizados, como objeto de los negocios, no puede ser impuesto coactivamente.

Se afirma tal cosa, a partir de la lectura del numeral 18. Ahí, radica la clave, para comprender que las cosas, siguen muy parecidas. No aparece una señal de homogeneización a nivel de títulos emitidos.

La norma, indica, que los valores objeto del reporto tripartito, serán valores de deuda, accionarios o de participación. Nunca se refiere a títulos “estandarizados”, “fungibles” o “de la misma especie y calidad”. Contrastantemente, el artículo 2 del Reglamento de operaciones con reporto, sí lo hace cuando regula el tema del reporto propiamente dicho.

El reporto tripartito, en su esencia, sigue siendo la misma recompra. Incluye la intervención de la Bolsa Nacional de Valores, como fiduciario del fideicomiso de garantías y a las partes representadas en los puestos de bolsa. Lo que ocurre con él, en muy poco se diferencia de lo ya conocido.

Ni la autoridad reglamentaria del mundo bursátil costarricense ni el poder legislativo, han sido capaces de ofrecer en forma efectiva y bien regulada, alternativas para acceder a títulos seriados. Los inversionistas, saben que el título individual, les reditúa con más fuerza, sin tener que participar de las obligaciones derivadas de la gestión empresarial. Los emisores privados, porque protegen su intereses de no ceder control ni dar participación a extraños en sus sociedades. Y El Estado, porque cuenta con

el comodín de variar las ventajas patrimoniales que otorgan los títulos, de manera constante y como paliativo a su crisis fiscal.

## **VII. Conclusiones**

De forma sintética, puede derivarse conclusiones sencillas en cuanto al tema de la recompra en Costa Rica:

El contrato bursátil de recompra, es una categoría jurídica, nacida al amparo de la autonomía del voluntad.

Sus ideas motrices, parten desde el concepto del reporto. Encuentra su variante en el objeto, que es un título de características individuales, abundante en el mercado costarricense.

El Estado, ha inundado el mercado de valores, con títulos no fungibles y muy variados en importes de capital, plazos, tasas de incentivo y datas de emisión.

La recompra, involucra la combinación de dos operaciones bursátiles, engarzadas bajo una causa o finalidad común de financiamiento, especulación o búsqueda de mayoría en asamblea de socios.

La recompra cumple una notoria función económica, tendiente a la obtención de liquidez y que domina la mayoría de las operaciones bursátiles en Costa Rica.

Una ley que suprima la recompra de la realidad costarricense, adolecería de vicios de inconstitucionalidad.

La existencia de la recompra, es un reflejo de las limitantes que encuentra el desarrollo pleno e un mercado bursátil. La propia Bolsa Nacional de Valores, admite a cotización dentro de sus esquemas, títulos individuales (especialmente los estatales).

Por recaer en un objeto no fungible, frena la circulación de la riqueza, el abaratamiento de costos de emisión e impide el intercambio de ágil de valores y su rápida compensación.

La reforma operada por acuerdo 04/2006, vino a suprimir la nomenclatura de “recompra”, para instaurar en su lugar, “reporto tripartito”.

El cambio de terminología, no supone una evolución profunda y mantiene en lo sustancial, el mismo funcionamiento de una recompra, pero con otro nombre.

El legislador costarricense, cometió en un yerro por omisión, al dejar la regulación del tema de la recompra, en manos de la Bolsa Nacional de Valores.

El volumen y monto de las transacciones, justifica una regulación expresa de un instituto desarrollado a base de usos bursátiles y el círculo cerrado de corredores bursátiles.

## ***Bibliografía***

Arias Córdoba (Fabio). Revista Ivstitia. Recompra: ¿reporto o préstamo?, Año 13. N° 151-152, 1998

Barquero Ulloa (Adriana). Las operaciones de recompra en la BNV en el período 1996-2000. Tesis de grado para optar por el título de Magíster en Administración de Negocios. Sistema de Estudios de Posgrado. Universidad de Costa Rica, San José 2001

Cortés Arroyo (Carlos German) y otros. Propuesta para el registro contable de las operaciones a plazo, de recompra y reporto en los fondos de inversión del mercado financiero costarricense. Tesis de grado para optar por el título de Licenciados en Administración de Negocios. Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Administración de Negocios. Universidad de Costa Rica, San José, 2004

El Financiero. Quirós Romero, (Mónica). Comprenda el paso de la recompra al reporto. 4 de mayo de 2003

El Financiero. Quesada Céspedes (Wilberth). Reportos sustituirían recompras. 23 de febrero de 2003.

Escoto Leiva (Roxana); Meoño Briansó (Mario). Operaciones Bursátiles. San José, EUNED, 2003

Hernández Aguilar (Álvaro). Derecho Bursátil. Tomo II. San José, IJSA, 2004

Jop Dejuk (Arturo). Los determinantes del riesgo en operaciones de recompra. Tesis de grado para optar por el título de Magíster en Administración de Negocios. Sistema de Estudios de Posgrado. Universidad de Costa Rica, San José, 2002.

Linares Bretón (Samuel). Operaciones de Bolsa, bolsas de comercio y mercados de valores. Buenos Aires, Ediciones Depalma SRL, 1980.

Manuel Alonso Martínez citado por Luis Diez Picaso. Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Tomo I: Introducción a la teoría del contrato. Editorial Civitas, Madrid, 1996

Messineo, (Francesco). Manual de Derecho Civil y Comercial. Tomo V. Buenos Aires, Ediciones Jurídicas Europa América. 1979

Rodríguez Azuero (Sergio). Contratos Bancarios. Su significación en América Latina. Bogotá, Legis SA, 2002

Tribunal Segundo Civil de San José, Sección Segunda, Voto n° 226 de las 16:35 horas del treinta de junio de 2004

Zunzunegui (Fernando). Derecho del Mercado Financiero. Madrid, Marcial Pons, 1997.