

REFLEXIONES SOBRE EL MERCADO DE VALORES COSTARRICENSE (II) ALGUNOS ASPECTOS JURÍDICOS DE LA NEGOCIABILIDAD DE VALORES EN BOLSA

PROF. DR. GASTÓN CERTAD M.

Catedrático de la Universidad de Costa Rica y de la
Universidad Autónoma de Centro América.

Primero vamos a tratar de delinear cuáles son los valores objeto de negociación por excelencia en el mercado bursátil. Antes, es menester afirmar algo elemental, que se trata de valores mobiliarios y enfrentarlos comparativamente con los títulos valores.¹

La relación conceptual existente entre título-valor y valor mobiliario es una relación de género a especie, lo que significa que todo valor mobiliario es título-valor, pero no todo título-valor es valor mobiliario.

Ahora bien: si las bolsas de valores son mercados en donde se negocian, o se deben negociar, exclusivamente, títulos-valores (véase sobre el particular el artículo 402, incisos a y b de nuestro Código de Comercio); es también cierto que son aquellos títulos-valores que se denominan valores mobiliarios los que constituyen, o deben constituir, el objeto por excelencia de las transacciones bursátiles.

El valor mobiliario, a diferencia del título-valor, es un documento que tiene que ser emitido en masa; esto es, son valores llamados también "seriales", por cuanto se emiten en serie y se caracterizan porque la emisión se realiza con identidad de derechos para sus tenedores, lo que no ocurre cuando se trata de la emisión de otros títulos-valores, aun cuando se haga en masa o en serie. Además, la emisión de estos títulos supone, para aquel que los va a adquirir, una adhesión a las características y a las condiciones inherentes al título mismo, es decir, incorporadas en el título. Quien adquiere estos valores mobiliarios, entonces, lo hace sin poder discutir las características o condiciones que debe tener el título; simplemente los toma o los deja.

Tres son entonces las principales y fundamentales características de los valores mobiliarios: la emisión en masa o en serie, la identidad de derechos que confieren a sus tenedores y la adhesión que supone su colocación o adquisición.

En las bolsas de valores, como es del dominio público, se negocian, o se deben negociar, fundamentalmente dos tipos de valores mobiliarios: las acciones, comunes o preferentes, representativas del capital social de las sociedades anónimas y las obligaciones, emitidas también, básicamente por las sociedades anónimas; pues la función fundamental que debe absorber toda bolsa de valores es la de servir de fuente supletoria para financiar a la empresa privada (¡y no para financiar los gastos del Estado!).

Indudablemente que esos valores mobiliarios tienen que ser emitidos por sociedades que estén en aptitud o capacidad de hacerlo. Pero ha de quedar claro que lo que se registra en la bolsa son los valores, las emisiones y no las compañías que las producen; sin embargo, la inscripción en bolsa de los títulos supone para la emisora la reunión de toda una serie de requisitos y la asunción de toda una gama de obligaciones.

Uno de los primeros requisitos establecidos es, obviamente, que se trate de una compañía solvente, es decir, que presente una situación financiera razonable y aceptable para la bolsa; y que esté legal y formalmente constituida. Entre las obligaciones destaca el sometimiento a las normas bursátiles, que se ha interpretado en el sentido que la emisora debe permitir la libre circulación de sus títulos: los documentos suscritos no deben

1. No consideramos oportuno, dada la naturaleza de este trabajo, entrar aquí a definir los títulos-valores. Conformémonos por el momento con el concepto vivantiano que da nuestro Código de Comercio en su artículo 667, advirtiéndole al amable lector que no compartimos semejante definición, como muchas veces lo hemos dicho.

tener restricciones en cuanto a su circulación,² ni tampoco puede la sociedad imponer limitaciones a la registración de los títulos que soliciten los agentes de bolsa como consecuencia de la concertación de las transacciones que han realizado en la rueda.

Otra obligación que debe asumir la emisora es la de informar permanentemente a la bolsa a los fines de alcanzar la denominada "transparencia del mercado".³⁻⁴

Queremos referirnos ahora a la intermediación. Denomínase con ese nombre, la labor que realiza una persona dotada de facultades para ello, de acercar un enajenante a un adquirente, de ser portador de una propuesta de negociación de una persona interesada a otra persona interesada, logrando el entendimiento entre ambas. Trasladada la intermediación a nuestro mercado bursátil, ella le corresponde a la figura del Puesto, que la ejecuta a través de sus corredores de bolsa.

Relativa a esta labor de intermediación, habría que establecer claramente, cuál es la naturaleza del vínculo que se entabla entre el puesto y quien recurre a él para transmitir o adquirir valores mobiliarios y qué relación hay —si es que hay alguna— entre el cliente y el corredor de bolsa, que es quien concerta la operación en rueda de bolsa, entendiéndose directamente con otro corredor. No intentaremos aquí resolver estos problemas, pues no creemos que sea ni el momento oportuno, ni la sede para hacerlo, sólo pretendemos abrir el apetito científico del paciente lector sobre temas tan suculentos.

El mercado bursátil tiene su expresión en la rueda de bolsa. Es en la rueda donde actúan los puestos al través de sus corredores; es en la rueda en donde se concentran la oferta y la demanda de valores mobiliarios. Así las cosas, la concertación de una negociación en rueda supone una vinculación de incuestionable esencia contractual; estamos ante un acto de comercio traslativo de dominio, cuyo objeto es un valor mobiliario y

sometido a un régimen legal de carácter especial, como es el que rige la contratación bursátil. Como consecuencia de ese negocio jurídico mercantil, se producirán una serie de distintos efectos jurídicos. Nacerán, sin lugar a dudas, derechos subjetivos para el enajenante y para el adquirente de los títulos.

Todos sabemos lo que es el patrimonio y conocemos la diversidad y complejidad de los bienes que pueden conformarlo. Dentro del patrimonio de las personas están, también, los valores mobiliarios —que en el mundo moderno ocupan una posición preponderante—. El propietario, entre los muchos atributos que descienden del dominio, tiene el de disponer de las cosas que le pertenecen. Consecuentemente, quien dentro de su patrimonio tiene valores mobiliarios, tiene un derecho, un derecho subjetivo (un derecho que todos tenemos al amparo del Derecho Objetivo) que debe ser viabilizado a través de las normas jurídicas vigentes, que es el derecho a la negociabilidad de los valores que integran su patrimonio por cualquier vía (comprendida claro está, la de un mercado organizado como es la bolsa de valores). Y, de aquí se desprende, con claridad meridiana, ese derecho subjetivo a la negociabilidad que asiste a todo titular de valores mobiliarios, para permitirle la viabilización de su "propiedad" al través de un mercado organizado como es la bolsa, que le ofrece las tres características fundamentales, que son el sustento mismo de todo mercado de valores: liquidez, rentabilidad y seguridad. Este derecho subjetivo a la negociabilidad de los valores debe ser reconocido y tutelado por el ordenamiento jurídico como un derecho a transarlos en general y, en particular, en el mercado bursátil, con todas las ventajas que ese mercado organizado suele ofrecer: la publicidad en los precios (cotización) y el justo precio que resulta del libre juego de la oferta y la demanda, principalmente.

En síntesis, si los valores mobiliarios están en el patrimonio de las personas y el Derecho Objetivo ampara la libre disponibilidad de las cosas,

2. Nos referimos a la imposición, en el pacto social, de cláusulas limitativas a la circulación de los títulos accionarios, tales como el agrado y la prelación o preferencia. Otro problema que afecta la circulación de los valores es la existencia de convenios de sindicación del voto. Hay criterios establecidos doctrinalmente, en el sentido de que esos son pactos extrasocietarios o, si se quiere, parasocietarios y que, consecuentemente, ninguna compañía puede mantener o incorporar a sus estatutos estos convenios para hacerlos valer frente al accionista que, en un determinado momento, desea transmitir sus acciones. Ustedes comprenderán que tanto aquellas cláusulas, como estos convenios están reñidos con las normas bursátiles, que requieren darle la mayor fluidez posible a la circulación de los títulos.
3. Del "principio de transparencia" hablaremos en forma específica en nuestra próxima disertación escrita sobre nuestro mercado de valores, a publicarse en el próximo número de esta revista.
4. Todo lo dicho nos conduce a un problema sobre el cual, con toda franqueza, confesamos no tener ideas claras: ¿cuál es el carácter del vínculo que se establece entre la sociedad emisora y la Bolsa por el hecho de que sean admitidos a cotización por ésta valores mobiliarios emitidos por aquélla?

como uno de los atributos primordiales del derecho de propiedad, incuestionablemente existe el derecho a la negociabilidad de los valores. Debe hablarse entonces de un derecho fundamental del inversionista, de un derecho que se debe prever y proteger en la ley: el derecho a la negociabilidad de los valores, y más estricta y específicamente, el derecho a la negociabilidad de los valores en un mercado organizado como es la bolsa.⁵

Otro derecho indiscutible del inversionista es el derecho a la rentabilidad: el derecho a participar en los beneficios de la empresa, en su resultado económico, en las utilidades que arrojan sus balances, sin que estos dividendos le puedan ser regateados. Por eso precisamente es que el inversionista recurre a ese mercado organizado que es la Bolsa, donde a través de la información puede tener acceso a todos los elementos requeridos para una toma de decisión; allí puede ser informado de los índices que presentan las empresas, de los estados de situación financiera, de los estudios de factibilidad y recibe, además, asesoría conveniente y profesional para decidir su inversión sobre títulos. Este derecho a la rentabilidad debe ser también protegido a nivel legislativo.⁶

Ya a estas alturas del discurso, se hace necesario vincular al inversionista con el accionista minoritario, esto es, aquel inversionista que invierte sus ahorros en valores a través de un Puesto de Bolsa y sus agentes corredores en un mercado organizado como es la Bolsa. Y si nosotros realmente queremos promover el mercado, si verdaderamente queremos hacer economía de mercado, necesitamos que la Ley establezca las normas preceptivas, imperativas, indispensables para que el derecho a la rentabilidad sea un verdadero derecho que ampare las expectativas del inversionista que confió

sus ahorros a ese mercado organizado que es la Bolsa.

Nótese que, mientras en el sistema financiero (mediante la inversión en bancos y financieras) el inversionista sabe de antemano cuáles son los rendimientos que va a obtener, en el mercado bursátil, hay una inversión de riesgo, porque el resultado de la inversión, el rendimiento que le dará la inversión, depende directamente del resultado económico de la empresa. Pero una vez obtenido ese resultado, una vez que se sabe que el balance ha arrojado utilidades, el accionista tiene el derecho de participar de esas utilidades y de ahí que dentro del derecho a la rentabilidad —que debe considerarse como un derecho subjetivo, que requiere el amparo de normas de orden público— algunos hablen de un derecho al cobro de dividendos en su oportunidad.⁷

Y es que la Bolsa en Costa Rica no ha llegado todavía al gran público; el costarricense no ha entendido aún las ventajas que la Bolsa puede ofrecer como sistema no tradicional de ahorro —llamado así precisamente porque no existe en nuestro medio una tradición bursátil—. Porque, ¿no sabemos muy bien que la mayoría de nuestras sociedades anónimas tienen una estructura si no hermética, por lo menos cerrada, donde las empresas están en función de grupos económicos vinculados las más de las veces por razones de parentesco, en otros por motivos de amistad o bien en una comunidad de intereses que hacen que estos grupos sean exclusivos y, además, excluyentes? Parece que se trata más bien de desestimular la inversión bursátil por el temor a la apertura de la sociedad y, entonces, para no incentivar la inversión en bolsa en esas compañías que ofrecen una óptima situación fi-

5. El significado de la inscripción de una emisión de acciones en bolsa en su sentido amplio es simple y llanamente, el hecho de buscar condiciones adecuadas para una conversión de estos títulos en una suma de dinero que resulte conveniente, adecuada a las expectativas que tenga el inversionista en el momento que quiera realizar la inversión. Por otra parte, con la admisión a cotización de las acciones, el accionista obtiene otras ventajas, aun cuando no pretenda simplemente usar la Bolsa como un modo de realización de sus títulos, como es el acceso a una información que tal vez pueda no tener en la compañía en el momento en que la requiera; porque la admisión a cotización de acciones en Bolsa supone, entonces, que la compañía tenga que hacerse transparente, lo que va en beneficio directo de sus accionistas.

Por estas razones, algunas leyes permiten la inscripción accionaria en Bolsa con el acuerdo o consenso de sólo un porcentaje reducido del capital social, protegiendo así el derecho de la minoría a la negociación en bolsa de sus títulos accionarios, que es un derecho perfectamente encuadrado dentro de la función social del Derecho, dentro del sentido y alcance de las normas que consagran los derechos subjetivos en general y, particularmente, el Derecho de Propiedad.

6. Trátase, nótese bien, de un derecho que desciende como corolario, o tiene como presupuesto el derecho a la negociación de que se ha venido hablando.

7. En una época como la nuestra, caracterizada por un fenómeno inflacionario ¿es justo que después de aprobado el balance y establecidas las utilidades, se le demore el pago al inversionista? Y nos referimos aquí al accionista minoritario, porque el mayoritario tiene otros medios de obtener utilidades —como por ejemplo, pago de remuneraciones excesivas en el directorio—; la verdad es que estos excesos van contra las utilidades, van en detrimento del inversionista bursátil, van en perjuicio del accionista minoritario.

nanciera, se recurre al trillado expediente de la no distribución de utilidades y a la no capitalización de reservas de libre disposición, manteniéndose esta situación indefinidamente. Esto definitivamente debe cambiar. En amparo al derecho a la rentabilidad, la Ley debe establecer pautas y plazos para que las compañías procedan a pagar puntualmente los dividendos a sus accionistas y a capitalizar sus reservas de libre disposición y los excedentes de revaluación de activos, para que el inversionista que ha confiado sus ahorros al mercado bursátil pueda recibir no solamente los dividendos en dinero efectivo, sino también los dividendos en especie mediante las llamadas acciones liberadas.⁸

Por último, como derecho subjetivo del inversionista, queremos dejar planteado el derecho a la seguridad, seguridad que le debe otorgar la inversión en Bolsa, derecho que no presupone una garantía en cuanto a una rentabilidad determinada. Nos referimos al derecho a la seguridad en cuanto a un principio fundamental que ha sido plasmado legislativamente en otras latitudes, que es el principio de "irrevindicabilidad": quien adquiere valores en la Bolsa los adquiere con el carácter de irrei-

vindicables, aun cuando el origen de esos títulos sea ilícito.

Pero la irrevindicabilidad no sólo supone la protección del inversionista en cuanto a que terceros pretendan perturbar su legítima posesión sobre títulos adquiridos en Bolsa, sino también el ejercicio pleno de un derecho de propiedad consagrado constitucionalmente y desarrollado a plenitud en el Código Civil y en el Código de Comercio: el derecho que le permite participar con voz y voto en las asambleas de accionistas; el derecho que le permite participar en las utilidades de la empresa y, en general, todos los derechos que integran la denominada participación social y que se subsumen en el *status* de socio.

La Bolsa, no hay duda, es un mundo complejo de variados matices. Los abogados y, en general, los estudiosos del derecho, tenemos que poner los ojos en la Bolsa porque, parafraseando al insigne comercialista español Joaquín Garriguz, ella es una fuente de derecho en donde a diario se generan incidencias que promueven el surgimiento de normas y pautas para, no solamente resolver ese caso concreto, sino señalar desde ahí un precedente que permita solucionar después casos similares.

8. La sociedad —se enseña— nace con fundamento en el principio de la "affectio societatis": uno se asocia con las personas con las que mantiene o una relación de afecto o una relación de afinidad. Pero relativamente a la sociedad anónima, nosotros creemos que el principio de la "affectio societatis" se ha ido dejando de lado para dar paso a una sociedad con sentido moderno, amplio, una sociedad desprendida de todo elemento personalista; porque la sociedad anónima del Siglo XX es la sociedad de capitales por excelencia, donde el socio simplemente aporta bienes, participa en las asambleas, elige a los directores y fiscales, puede solicitar auditorajes, etc. La verdad es que la "affectio societatis" se ha ido desvaneciendo de la sociedad anónima, porque una compañía que pretenda ejercer una empresa de envergadura, que piensa desarrollar una actividad económica importante, que proyecta crear plazas de empleo en número significativo, que persigue convertirse en protagonista principal de la economía de un país, no puede funcionar con fundamento en el principio de repetida cita; tiene que abrirse al público inversionista. Nuestro Código de Comercio del '64 fue bastante tímido y no se atrevió a apartar la "affectio societatis" de la sociedad anónima. No tomó el camino de las sociedades anónimas de capital abierto en coexistencia normativa con las de capital cerrado; pero sí plasmó la posibilidad de que coexistan varias series de acciones representativas del capital social lo que, definitivamente, resulta insuficiente para el actual mercado de valores.