

UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES



**LA IMPORTANCIA DEL CRITERIO
DE LAS EMPRESAS CALIFICADORAS DE RIESGO,
PARA LA INVERSIÓN DE TÍTULOS DE CRÉDITO
PRIMARIOS EN GUATEMALA**

ODILY CORONADO OROZCO

GUATEMALA, NOVIEMBRE DE 2006.

UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

**LA IMPORTANCIA DEL CRITERIO DE LAS EMPRESAS CALIFICADORAS
DE RIESGO, PARA LA INVERSIÓN DE TÍTULOS DE CRÉDITO PRIMARIOS
EN GUATEMALA**

TESIS

Presentada a la Honorable Junta Directiva
de la
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales
de la
Universidad de San Carlos de Guatemala

Por

ODILY CORONADO OROZCO

Previo a conferírsele el grado académico de

LICENCIADA EN CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

y los títulos profesionales de

ABOGADA Y NOTARIA

Guatemala, noviembre de 2006.



**HONORABLE JUNTA DIRECTIVA
DE LA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES
DE LA
UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA**

DECANO: Lic. Bonerge Amilcar Mejía Orellana
VOCAL I: Lic. Cesar Landelino Franco López
VOCAL II: Lic. Gustavo Bonilla
VOCAL III: Lic. Erick Rolando Huitz Enríquez
VOCAL IV: Br. José Domingo Rodríguez Marroquín
VOCAL V: Br. Edgar Alfredo Valdez López
SECRETARIO: Lic. Avidán Ortiz Orellana

**TRIBUNAL QUE PRACTICÓ
EL EXAMEN TÉCNICO PROFESIONAL**

Primera Fase:

Presidente: Lic. Luis Alberto Zeceña López
Vocal: Lic. Héctor Antonio Roldán Cabrera
Secretaria: Licda. Coralia Carmina Contreras Flores

Segunda Fase:

Presidente: Lic. Rodrigo Enrique Franco López
Vocal: Lic. José Alejandro Córdova Herrera
Secretaria: Licda. Rosa Herlinda Acevedo Nolasco de Zaldaña

RAZÓN: “Únicamente el autor es responsable de las doctrinas sustentadas y contenido de la tesis” (Artículo 43 del normativo para la elaboración de tesis de licenciatura en la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de San Carlos de Guatemala).



Lic. Sergio Antonio Escobar Antillón
Abogado y Notario

Guatemala 27 de julio de 2006.

Licenciado
Marco Tulio Castillo Lutín
Jefe de la Unidad de Asesoría de Tesis
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales
Universidad de San Carlos de Guatemala

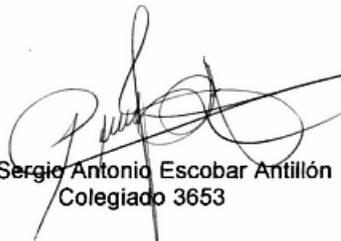
Respetable Licenciado:

Atentamente hago de su conocimiento, que procedí a asesorar la tesis de la estudiante **ODILY CORONADO OROZCO**, sobre el tema titulado: "**LA IMPORTANCIA DEL CRITERIO DE LAS EMPRESAS CALIFICADORAS DE RIESGO, PARA LA INVERSIÓN DE TÍTULOS DE CRÉDITO PRIMARIOS EN GUATEMALA**".

Recomendé a la sustentante, las observaciones pertinentes, las cuales fueron atendidas, además de cumplir con los requisitos reglamentarios correspondientes, considero que el tema abordado es de suma importancia ya que establece un estudio minucioso respecto a las empresas Calificadoras de Riesgo, las cuales tienen como finalidad principal la calificación de valores de oferta pública y de personas jurídicas o emisores en el mercado de valores, por lo cual será de mucha ayuda para un mejor entendimiento del tema referido.

Por tal motivo considero que el trabajo de tesis llena los requisitos que exige el reglamento para el examen técnico profesional y público de tesis, para lo cual me permito emitir **DICTAMEN FAVORABLE** para que el trabajo de tesis de la estudiante mencionada continúe con los trámites respectivos.

Deferentemente,



Lic. Sergio Antonio Escobar Antillón
Colegiado 3653

Sergio Antonio Escobar Antillón
ABOGADO Y NOTARIO

12 calle 6-16, zona 1
Tel: 2230-5808
Ciudad de Guatemala



UNIDAD DE ASESORÍA DE TESIS DE LA FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES. Guatemala, dos de agosto de dos mil seis.

Atentamente, pase al (a) **LICENCIADO (A) RUDIO LECSAN MÉRIDA HERRERA**, para que proceda a revisar el trabajo de tesis del (a) estudiante **ODILY CORONADO OROZCO**, Intitulado: **"LA IMPORTANCIA DEL CRITERIO DE LAS EMPRESAS CALIFICADORAS DE RIESGO, PARA LA INVERSIÓN DE TÍTULOS DE CRÉDITO PRIMARIOS EN GUATEMALA"**.

Me permito hacer de su conocimiento que está facultado (a) para realizar las modificaciones de forma y fondo que tengan por objeto mejorar la investigación, asimismo, del título de trabajo de tesis. En el dictamen correspondiente debe hacer constar el contenido del Artículo 32 del Normativo para la Elaboración de Tesis de Licenciatura en Ciencias Jurídicas y Sociales y del Examen General Público.


LIC. MARCO TULLIO CASTILLO LUTÍN
JEFE DE LA UNIDAD ASESORÍA DE TESIS



cc. Unidad de Tesis
MTCL/slh

Lic. Rudio Lecsán Mérida Herrera
Abogado y Notario



Guatemala 14 de agosto de 2006.

Licenciado
Marco Tulio Castillo Lutín
Jefe de la Unidad de Asesoría de Tesis
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales
Universidad de San Carlos de Guatemala



Respetable Licenciado Castillo:

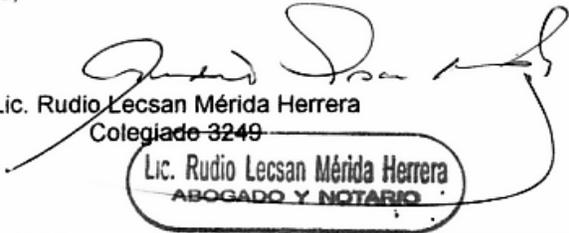
En cumplimiento de la resolución emitida el 02 de agosto de 2006 a través de la cual me nombró como revisor de tesis de la Bachiller **ODILY CORONADO OROZCO**, sobre el tema denominado "**LA IMPORTANCIA DEL CRITERIO DE LAS EMPRESAS CALIFICADORAS DE RIESGO, PARA LA INVERSIÓN DE TÍTULOS DE CRÉDITO PRIMARIOS EN GUATEMALA**", me permito emitir la opinión siguiente:

La Bachiller **ODILY CORONADO OROZCO**, en este trabajo de tesis aborda un tema importante y de mucho interés como son los criterios de las empresas calificadoras de riesgo, cuyas entidades están especializadas en el estudio del riesgo que emite una opinión sobre la calidad crediticia de una emisión de título de crédito.

Además recomendé a la sustentante, las observaciones pertinentes, las cuales fueron atendidas, realizando las correcciones y modificaciones sugeridas, además de cumplir con los requisitos reglamentarios correspondientes.

Por lo anterior, me permito emitir **DICTAMEN FAVORABLE**, sobre el presente trabajo de tesis y procedente autorizar su impresión para ser discutido en el examen público de tesis correspondiente.

Sin otro particular, atentamente,


Lic. Rudio Lecsán Mérida Herrera
Colegiado 3249

Lic. Rudio Lecsán Mérida Herrera
ABOGADO Y NOTARIO

0 calle 3-33, zona 3, Colonia Bran

Tel: 2220-5699

Ciudad de Guatemala



DECANATO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES. Guatemala, diecinueve de septiembre del año dos mil seis-

Con vista en los dictámenes que anteceden, se autoriza la Impresión del trabajo de Tesis del (de la) estudiante ODILY CORONADO OROZCO, Intitulado "LA IMPORTANCIA DEL CRITERIO DE LAS EMPRESAS CALIFICADORAS DE RIESGO, PARA LA INVERSIÓN DE TÍTULOS DE CRÉDITO PRIMARIOS EN GUATEMALA" Artículo 31 Y 34 del Normativo para la elaboración de Tesis de Licenciatura en Ciencias Jurídicas y Sociales y del Examen General Público de Tesis.-

MTCL/shh





DEDICATORIA

- A Diosito: Por haberme protegido e iluminado y por las fuerzas que me dió cuando más lo necesité para alcanzar mi meta, todo lo que soy se lo debo a mi señor, por eso lo amo.
- A mi Papito: Por haberme apoyado y dirigido en el camino correcto de la vida, por todo tu amor, apoyo y comprensión, no tengo palabras para demostrarte todo el amor que te tengo, y este acto después de Diosito te lo dedico a ti.
- A mi mamá: Gracias por su apoyo.
- A mis hermanos: A mi hermanito Alvaro, gracias mi bebé por todo tu amor y apoyo, gracias Otio por todo tu amor y todas tus palabras de aliento para seguir mi meta, a mi hermana Verónica por todo tu apoyo, a mis hermanos gemelos Bryan y Reyner, a mis hermanos Carlos y Byron, aunque lejos los quiero a los dos.
- A mis sobrinos: Estiven Alexander, Verónica Mishel, Karlita, Denver, Mimi, Richard, Melanie y especialmente a Giullian Jazmine.
- Especialmente: Licenciado **Leonel Eduardo Veliz Guzmán**, a quien quiero, respeto y admiro, por todo su apoyo, comprensión, es un privilegio conocerlo y dedicarle este acto.
- A mis padrinos: Lic. Leonel Eduardo Veliz Guzmán, Licda. Ingrid Rivera, Lic. William Bobadilla, Lic. Omar Barrios, Lic. Edgar Castillo.
- A mis amigos,
compañeros
de Universidad y
trabajo: Alex del Valle, Karla Martínez, Gilma Hinostroza, Marielos Castellanos, Nancy Arriola, Rudy Meléndez, Ivonne Dieguez, Glenda de Paredes, José Ángel Santos, Jacqueline Argueta, Alejandra Ortiz, **Marco Antonio Cruz**, Brenda Pac, y demás amigos, no me alcanza el espacio para todos ellos. Gracias por ser parte de mi vida, los quiero.
- A mis centros
de estudio y
preparación: Universidad de San Carlos de Guatemala, Escuela Cándida Franco Rosales, Academia Atitlán, Centro de Estudios de Derecho (CEDE).



| | Pág. |
|--|-------------|
| 1.12. Los títulos de crédito como actos de comercio..... | 20 |
| 1.13. Clasificación de los títulos de crédito..... | 21 |
| 1.14. Títulos al portador..... | 22 |
| 1.15. Transmisión..... | 22 |
| 1.16. Títulos nominativos..... | 23 |
| 1.17. Clasificación..... | 23 |
| 1.18. Registro o transmisión..... | 24 |
| 1.19. Formas de transmisión de títulos de crédito..... | 24 |
| 1.19.1. Endoso..... | 24 |
| 1.19.2. Personas que intervienen en el endoso..... | 25 |
| 1.19.3. Clases de endoso..... | 26 |
| 1.19.3.1. Endoso en propiedad..... | 26 |
| 1.19.3.2. Endoso en procuración o al cobro..... | 26 |
| 1.19.3. 3. Endoso en garantía o en prenda..... | 27 |

CAPÍTULO II

| | |
|--|----|
| 2. Bolsa de valores..... | 29 |
| 2.1. Generalidades..... | 29 |
| 2.2. Función económica..... | 31 |
| 2.3. Supervisión, regulación y control..... | 32 |
| 2.4. Naturaleza y atribuciones del registro del mercado de valores y mercancías..... | 34 |
| 2.5. Naturaleza del mercado de valores..... | 34 |
| 2.6. Atribuciones del mercado..... | 35 |
| 2.7. Requisitos para colocar acciones en la Bolsa de Valores Nacional de Guatemala..... | 36 |
| 2.7.1. Obstáculos y rumores de las empresas guatemaltecas para la inversión..... | 37 |
| 2.7.2. Leyes y negocios..... | 38 |



| | Pág. |
|--|-------------|
| 2.8. Valores..... | 41 |
| 2.9. Mercancías..... | 42 |
| 2.10. Contratos..... | 42 |
| 2.11. Calificación de riesgo..... | 42 |
| 2.12. Bolsa de comercio..... | 42 |
| 2.12.1. Objetivos de la bolsa..... | 43 |
| 2.12.2. Actividades..... | 43 |
| 2.13. Oferta pública..... | 44 |
| 2.14. Agentes de valores..... | 44 |
| 2.14.1. Actividades..... | 45 |
| 2.15. Contratos de bolsa..... | 46 |
| 2.16. Contrato de fondo inversión..... | 46 |
| 2.17. Contrato de fidecomiso y de inversión..... | 46 |
| 2.18. Contrato de suscripción de valores..... | 47 |
| 2.19. Contratos a futuro..... | 48 |
| 2.20. Principio de publicidad..... | 49 |
| 2.21. Mercado de valores..... | 50 |
| 2.21.1. Mercado primario de valores..... | 50 |
| 2.21.2. Mercado secundario de valores..... | 51 |
| 2.22. Reporto, reportado y reportador..... | 51 |
| 2.22.1. Reportado..... | 52 |
| 2.22.2. Reportador..... | 52 |
| 2.23. Obligaciones de las partes..... | 52 |
| 2.23.1. Del reportado..... | 52 |
| 2.23.2. Del reportador..... | 53 |
| 2.23.3. Ejemplo de un reporto..... | 54 |
| 2.24. Títulos de capital..... | 55 |
| 2.25. Valoración financiera de las acciones preferentes..... | 61 |



CAPÍTULO III

| | Pág. |
|---|-------------|
| 3. Riesgo..... | 71 |
| 3.1. Definición..... | 71 |
| 3.2. Calificadoras de riesgo..... | 71 |
| 3.3. ¿Qué es una calificadora de riesgo?..... | 72 |
| 3.4. Clases de riesgos..... | 75 |
| 3.4.1. Riesgo financiero..... | 75 |
| 3.4.2. Del riesgo emisor y del riesgo soberano..... | 77 |
| 3.5. Escala de calificación..... | 79 |
| 3.6. Factores determinantes de una calificación..... | 79 |
| 3.7. Análisis cuantitativo..... | 80 |
| 3.8. Análisis cualitativo..... | 80 |
| 3.9. El riesgo dentro del ordenamiento jurídico guatemalteco..... | 83 |
| 3.10. Sistema de información de riesgos..... | 84 |
| CONCLUSIONES..... | 85 |
| RECOMENDACIONES..... | 87 |
| BIBLIOGRAFÍA..... | 89 |



INTRODUCCIÓN

La calificación de valores en Guatemala, esta en sus inicios y existe un vacío de conocimientos, sobre los procesos, metodológicos y criterios de calificación que utilizan las empresas calificadoras de riesgo de valores. Esta situación no es deseable porque limita el desarrollo del mercado de valores y restringe el crecimiento de la economía en el país.

La investigación ha sido conveniente, porque describe la calificación de riesgo de valores en su etapa de introducción. Esta actividad tiene una presencia de muchas décadas en el entorno global. No todas las investigaciones académicas pueden documentar los inicios de una nueva actividad en un país.

Los servicios de calificación de riesgo de valores están globalizados. El estudio aporta conocimientos sobre este servicio financiero, que ha dinamizado los mercados de valores por más de ochenta años, en diversos países del mundo.

A las empresas calificadoras de riesgo se les atribuyen algunos éxitos económicos y también algunas crisis. La CEPAL, considera que las calificadoras de riesgo han tenido una enorme influencia en la crisis asiática, al promover inversiones excesivas en estos mercados y luego una salida masiva de capitales, produciendo un efecto de salida en forma de abundante, que agudizo la crisis. Su influencia en el mundo bursátil amerita su estudio.

Como podrán verificar el presente trabajo de investigación, para comprenderlo se desarrolla de una forma sencilla, en su capítulo primero, se refiere al comercio, sus antecedentes históricos, sus auxiliares, títulos de crédito, clasificación, transmisión y endosos, lo que permitirá al lector una fácil comprensión.

(ii)

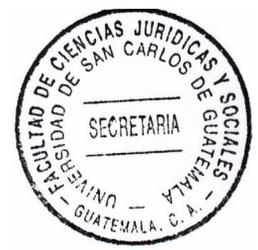


El capítulo segundo, nos da a conocer la Bolsa de Valores, su función económica, regulación legal, su naturaleza, atribuciones del mercado de valores, tanto primario como secundario, requisitos para colocar acciones en la bolsa y todo lo relacionado con ésta.

El capítulo tercero, el último y más importantes del presente trabajo, trata de las empresas calificadoras de riesgo, sus generalidades, nos define que es una calificadora de riesgo, clases de riesgo, la escala de calificación y su análisis dentro del ordenamiento jurídico guatemalteco.

Los objetivos se alcanzaron, al identificar los criterios que utilizan las Empresas Calificadoras de Riesgo, para considerar el riesgo de inversión de títulos valores.

La hipótesis se comprobó, mediante la facilitación del criterio que se forman los inversionistas, al solicitar los servicios de las Empresas Calificadoras de Riesgo, acerca de la rentabilidad o posibles ganancias de la inversión a realizar.



CAPÍTULO I

1. El comercio.

1.1. Antecedentes históricos del comercio.

Hace muchos años el comercio y el dinero no existían, sin embargo, las necesidades más apremiantes como son la alimentación, el vestido y la habitación, si se daba en los seres humanos, por lo tanto la falta de dinero como medio de cambio, y la falta de mercados, en donde abastecerse de productos, dieron por resultados que las personas empezaran a cambiar entre sí unos bienes por otros, dando lugar así a la operación llamada “trueque”.

Actualmente una operación trueque es cuando se adquiere la propiedad de un bien y se entrega otro en pago de su valor, o cuando más de la mitad del valor del bien adquirido se paga mediante la entrega de otro bien y la menor parte se paga en efectivo.

Según constancias que existen de la antigüedad fueron los persas, hebreos, hindúes, árabes, fenicios, griegos y romanos, los que destacaron en la práctica de actividades comerciales.

- Los persas impulsaron notablemente el comercio en Asia, establecieron vías de comunicación más seguras hacia los mercados que iban conquistando.
- Los fenicios se caracterizaron por la instalación de fábricas y acondicionamientos de puertos marítimos, reglamentaron la actividad comercial mediante tratados que originaron a la celebración de las operaciones a crédito tan usuales en nuestro tiempo.
- Los griegos quienes comenzaron a generalizar el uso de la moneda acuñada



- para facilitar la realización de las transacciones comerciales.
- Los romanos caracterizados por sus conocimientos y organización del derecho, alcanzaron una legislación destacada en la rama del Derecho Mercantil, siendo los precursores de las instalaciones de ferias y mercados, sistema que ha perdurado hasta la época actual.

Con el descubrimiento de América, el comercio europeo tomó gran auge, ya que los navegantes españoles, holandeses y portugueses, abrieron rutas marítimas desde Europa hasta el continente Americano, siendo Francia en donde se redactó la primera Legislación Mercantil en 1673 durante la monarquía de Luís XIV aunque estaba incorporada al derecho civil.

Actualmente el Derecho Mercantil constituye una rama independiente con sustantividad propia, que es el comercio.

El derecho mercantil tuvo origen “consuetudinario”, las formas o costumbre como se celebraban los actos de comercio, así como su repetición dieron lugar a la formación de leyes mercantiles.

1.2. Definición de comercio.

“El Comercio es una actividad de intercambio y aproximación con propósito de lucro.”¹

El Comercio abarca la actividad de aproximación o intermediación con propósito de lucro, actividad que realizan en forma habitual o profesional las personas o instituciones llamadas comerciantes.

¹ Cabanellas, Guillermo, **Diccionario jurídico**, pág. 126.



La Legislación Mercantil enumera la serie de actos, que llevan el propósito de lucro y que forman en conjunto, lo que se llama *Comercio*.

1.2.1. Clasificación del comercio.

Atendiendo a las diferentes circunstancias en que se realiza, el Comercio se clasifica de la manera siguiente:

- Interior, es el que se realiza entre personas físicas o morales que residen dentro de un mismo país.
- Exterior, es el realizado entre personas que viven en distintos países, quedando dentro de este grupo el Comercio Internacional, que es el que se realiza entre los gobiernos de diferentes naciones.
- Terrestre, esta actividad se rige por una rama del mismo Derecho Mercantil denominada Derecho Mercantil Terrestre.
- Marítimo, esta actividad también tiene una rama especial por la cual se rige dentro del Código de Comercio, rama que se denomina Derecho Mercantil Marítimo.
- Al por mayor o al mayoreo, es el que se realiza en gran escala siempre entre fabricantes y distribuidores, quienes después revenderán los productos a los consumidores.
- Al por menos o al menudeo, generalmente consiste en la venta de los productos al consumidor.
- Por cuenta propia, es el que realizan los comerciantes cuando son propietario de los productos que venden, por haberlos adquiridos para tal fin.



- En comisión o por cuenta ajena, es el que realizan los comisionistas o consignatarios, que se dedican a vender productos que no son de su propiedad, sino que se los han encomendado en comisión o en consignación, por cuyas operaciones de venta reciben una comisión previamente establecida entre comisionistas y comitente.

1.3. Definición legal de comerciante.

“La ley reputa comerciantes a todos los individuos que, teniendo capacidad legal para contratar, se han inscrito en la matrícula de comerciantes y ejercen de cuenta propia actos de comercio, haciendo de ellos su profesión habitual.”²

Las personas o sociedades mercantiles que se dedican en forma constante y habitual a la celebración de actos de comercio reciben el nombre de *comerciantes*.

1.3.1. Clasificación de comerciante.

El Código de Comercio de Guatemala, Decreto 2-70, en su Artículo 2, reconoce como comerciantes a las personas o instituciones que a continuación se mencionan:

- Las personas que teniendo capacidad legal para ejercer el comercio, hacen de él su ocupación ordinaria y habitual.
- Las sociedades mercantiles constituidas con arreglo a las leyes mercantiles, (sociedades mercantiles).
- Las sociedades extranjeras o las agencias y sucursales de éstas que, dentro del territorio nacional, realicen actos de comercio.

² Villegas Lara, René Arturo, **Derecho mercantil guatemalteco**, pág. 5.



- Quienes en forma accidental ejecutan actos de comercio, aun no siendo comerciantes, quedarán sujetos a las leyes mercantiles en lo que a dicha operación se refiere”.

1.4. Actos de comercio.

La materia mercantil, de acuerdo con el sistema de nuestro Código de Comercio, esta delimitada en razón de los actos de comercio, aunque estos no constituyan su único contenido. Y por esto es fundamental para el estudio de nuestra materia la noción del acto de comercio.

Esto no quiere significar que el acto de comercio absorba por completo al Derecho Mercantil. Significa sencillamente que el acotamiento del Derecho Mercantil se realiza por medio de los actos de comercio, porque son ellos los que reclaman un tratamiento distinto al de los actos sometidos al Derecho Civil.

1.5. Definición de los actos de comercio.

Los que se rigen por el Código de Comercio y sus leyes complementarias, aunque no sean comerciantes quienes los realicen.³

Sin embargo al ser el tema de los actos de comercio un tema central en nuestro estudio, nos es imposible limitarnos a una definición tan (francamente) escueta.

La doctrina ha sido fecunda en definiciones del acto de comercio; también lo ha sido en su crítica a las formuladas. Ninguna definición del acto de comercio es aceptada unánimemente.

Se podría definir al acto de comercio como el regido por las leyes mercantiles y juzgado por los tribunales con arreglo a ellas, o los que ejecutan los comerciantes.

³ Palomar de Miguel, **Derecho mercantil**, pág. 56.



Otros consideran que los actos de comercio son actos jurídicos que producen efectos en el campo del Derecho Mercantil. Sin embargo, nosotros los analizaremos según criterios objetivos y subjetivos.

Criterio objetivo.

A partir del Código de Comercio Francés de 1807, se inició un cambio para tratar de fundar el Derecho Mercantil en los actos de comercio, bajo un criterio objetivo.

El prototipo del sistema objetivo constituido por éste Código, toma como punto de partida el acto especulativo de carácter objetivo, poniendo en relieve, en particular, la compraventa con fines de especulación y la letra de cambio. Este modelo lo siguieron numerosos códigos europeos y algunos códigos latinoamericanos.

Desde el punto de vista objetivo los actos de comercio se califican como tales atendiendo a las características inherentes de los mismos, sin importar la calidad de los sujetos que los realizan. Otra definición indica que los actos de comercio son los actos calificados de mercantiles en virtud de sus caracteres intrínsecos, cualquiera que sea el sujeto que los realice, tienen fin de lucro.

Criterio subjetivo.

Como legislación que caracteriza al sistema subjetivo, tenemos el Handelsgeszbuch Alemán del 10 de mayo de 1897 (Código de Comercio Alemán de 1897), que aplica un sistema subjetivo, es decir, parte de la figura del comerciante para delimitar el Derecho Comercial y contiene un derecho especial de los mismos.

El acto subjetivo de comercio, en palabras del distinguido profesor argentino Sergio de Pera, supone dos condiciones:



- La calidad de comerciantes de los sujetos que intervienen.
- Que el acto pertenezca a una cierta clase.

También se dio por llamar subjetivos a aquellos actos que serían de comercio por simple hecho de ser practicados por un comerciante, es decir, por la sola calidad del sujeto que los ejecuta, cualesquiera que fuera el acto.

1.5.1. Fundamento legal de los actos de comercio.

Nuestro Código de Comercio de Guatemala Decreto 2-70, al igual que los que rigen en la mayoría de las naciones europeas y americanas, no han definido la naturaleza propia de tales operaciones, sino que se ha limitado a forjar una enumeración de ellas, que, aunque bastante larga, tenía que resultar incompleta; al declarar igualmente mercantiles los actos de naturaleza semejante a los catalogados, y a autorizar a los jueces para que decidan discrecionalmente sobre el carácter dudoso de tal o cual acto no comprendido en la enumeración legal hecha por el Código de Comercio de Guatemala Decreto 2-70.

Si pudiera entreverse en esa numeración algún principio común y directivo que uniformara sus diversos miembros, posible nos sería construir sobre ese substratum la definición legal del acto de comercio y establecer así toda certidumbre los límites del Derecho Comercial. Pero en vano se busca ese principio, pues las disposiciones que a esta materia se refiere la ley, lejos de asentarse sobre bases rigurosamente científicas, tienen, para desesperación del intérprete, mucho de empírico, de arbitrario y hasta de contradictorio. No se alcanza descubrir la menor trabazón lógica, ni siquiera el más remoto parecido, entre alguna de las 25 categorías de actos, que componen la enumeración de que tratamos, ni se percibe tampoco una razón que explique satisfactoriamente la índole mercantil atribuida por la ley a algunos de ellos. Todo lo cual depende de que los muchos allí listados, no deban su carácter comercial a su



propia e íntima naturaleza, sino que lo derivan exclusivamente de la voluntad del legislador, mejor o peor inspirada en motivos de conveniencia práctica.

Ahora bien, otro de los problemas que nos presenta nuestra legislación es que el Código de Comercio de Guatemala Decreto 2-70, establece que sus disposiciones son aplicables sólo a los actos comerciales. De ahí que pudiera desprenderse que en forma absoluta el contenido de nuestro Derecho Mercantil lo constituyen los actos de comercio. Sin embargo, otras disposiciones del propio Código desmienten esa afirmación literal tan categórica.

En efecto, el Código de Comercio contiene normas no solamente aplicables a los actos de comercio, sino, además, a los comerciantes en el ejercicio de su peculiar actividad.

Por tanto el contenido de nuestro Derecho Mercantil está constituido por el conjunto de normas reguladoras de los actos de comercio y de los comerciantes y de su actividad profesional.

1.5.2. Clasificación de los actos de comercio.

No obstante que hemos considerado imposible reducir a una formula especial y única el catálogo de los actos reputados por la ley como de comercio, es conveniente, para su mejor comprensión distinguirlos y clasificarlos con base en criterios generales y eminentemente prácticos.

Esta clasificación comienza por dividir en dos grupos a los actos de comercio, en el segundo grupo, mucho más vasto que el primero, se distinguen cuatro diversas categorías, sin embargo en primera instancia nos ocuparemos del primer grupo.



1.5.2.1. Actos absolutamente comerciales.

Los actos absolutamente comerciales que integran la primera categoría son estos:

- Las compras y ventas de porciones, acciones y obligaciones de las sociedades mercantiles.
- Los contratos relativos a las obligaciones del Estado u otros títulos de crédito corrientes en el comercio.
- Los depósitos por causa de comercio.
- Los cheques, las letras de cambio o remesas de dinero de una plaza a otra, entre toda clase de personas.
- Los valores u otros títulos a la orden o al portador, y las obligaciones de los comerciantes, a no ser que se pruebe que se derivan de una causa extraña al comercio y todos los contratos relativos al comercio marítimo y a la navegación interior y exterior.

Las fracciones que se acaban de transcribir, con excepción de la última, debieron encerrarse en una sola, pues a pesar de tan impertinente abundancia de palabras, expresan un mismo concepto; la noción de título de crédito en que estriba toda la razón común y la frecuente justificación de todas ellas. El Código de Comercio, declara que son cosas mercantiles los títulos de crédito y que "las operaciones que en ellos se consignan , son actos de comercio..."⁴ pues bien, los actos que versan sobre acciones y obligaciones de sociedades mercantiles; los que tienen por objeto obligaciones del Estado; los que se ejecutan sobre certificados de depósito y bonos de prenda, y las operaciones sobre letras de cambio, pagarés y cheques, son actos u operaciones que

⁴ Vásquez Dávila, Diana Lucina, **Situación actual de la Bolsa de Valores y la necesidad de su regulación**, pág. 44.



tienen por objeto títulos de crédito, las cuales, por lo mismo, en ellos se consiguen necesariamente. Son, pues, comerciales para toda clase de personas, aun cuando originariamente hayan sido puramente civiles. Ahora bien, solo a manera de observación con el fin de lograr un conocimiento integral del tema, los títulos de crédito han surgido a la vida jurídica como resultado de la evolución del comercio, para satisfacer las necesidades de la circulación económica, para ayudar al desenvolvimiento del crédito, que es efectivamente, el alma del comercio; los títulos de crédito son una institución creada por el comercio y para beneficio suyo.

Si es fácil justificar la comerciabilidad absoluta declarada por la ley en cuanto a los títulos de crédito, no pasa lo mismo con respecto a la que la propia le atribuye a "todos los contratos relativos al comercio marítimo interior y exterior. No puede ser más amplio el contenido de esta fracción: hasta la compra de un barco para destinarlo exclusivamente a expediciones científicas o meramente recreativas, constituye un acto de comercio para cuantos en ella participen. La razón histórica por la cual los negocios marítimos están hoy regulados por la ley comercial, hay que buscarla en la conveniencia, sentida desde el más remoto medioevo, de someterlos a la jurisdicción de los tribunales de comercio porque antiguamente la navegación era instrumento exclusivo del comercio. Tal razón ha desaparecido; pero el principio queda en pie con la fuerza de la inercia, en homenaje a la tradición.

1.5.2.2. Actos relativamente comerciales.

Entre los actos relativamente comerciales figuran en primera línea los que responden a la noción económica del comercio, y son los comprendidos en el Código de Comercio.

La ley reputa actos de comercio... todas las adquisiciones, enajenaciones y alquileres verificados con propósito de especulación comercial, de mantenimientos, artículos, muebles, o mercaderías sean en estado natural, sea después de trabajados o



labrados"⁵. He aquí consagrada por nuestro ordenamiento positivo la definición científica que hemos dado a cerca del acto de comercio, punto en que coinciden el concepto legal y el económico. Es claro, en efecto, que los actos a que la fracción se refiere no son mas que contratos onerosos por los que se adquiere la propiedad o el goce de una cosa con el propósito de especular (intención de lucro) mediante la transmisión de lo adquirido, y contratos por lo que esa transmisión se lleva a efecto. Entra, pues, en la categoría de los actos jurídicos que la citada fracción comprende, no sólo la compraventa, sino también la permuta, la cesión, la dación en pago, el arrendamiento, etc.; es decir toda palabra que pueda servir de medio para adquirir y enajenar el dominio pleno de una cosa o solo el goce de la misma. En este punto superó nuestro Código de Comercio, al italiano que le sirvió de modelo.

1.5.2.3. Actos que dimanar de empresas.

El Código de Comercio, lo llenan los actos ejecutados por empresas de abastecimientos y suministros; de construcciones y trabajos públicos y privados; de fabricas y manufacturas; de transporte de personas o cosas por tierra o por agua, y de turismo; editoriales y tipográficas; de comisiones, de agencias, de oficinas de negocios comerciales y establecimientos de venta en público; de espectáculos públicos, y de seguros, a todas las cuales se refiere la ley.

De todos los grupos que forman nuestra clasificación de actos de comercio, es este el que ha dado lugar a mayores incertidumbres, hasta el punto de no saberse de fijo, como dice Rocco, si en realidad se trata de un grupo homogéneo o si más bien, bajo una denominación común, comprenden relaciones económicas de índole diversa. Para resolver toda duda habría que definir ante todo, qué entendió el legislador por empresa.

⁵ **Ibid**, pág. 45.



A lo que podemos responder (por el momento) que la empresa es el organismo que actúa, la coordinación de los factores económicos de la producción, ya que este tema se tratará con una mayor amplitud más adelante.

1.5.2.4. Actos practicados por un comerciante en relación con el ejercicio de su industria.

Después de declarar el legislador, que son actos de comercio "las obligaciones de los comerciantes, a no ser que se pruebe se derivan de una causa extraña al comercio", dísenos que el mismo carácter tiene "las obligaciones entre comerciantes y banqueros sino son de naturaleza esencialmente civil".⁶

En esa forma acoge aquí el legislador la teoría de lo accesorio, en la cual el número de los actos de comercio se amplía considerablemente respecto de una persona, cuando esta ha adquirido la calidad de comerciante en virtud de las operaciones principales de su profesión. No son entonces estas operaciones principales, enumeradas en el Código de Comercio, las únicas que para el son mercantiles; esta misma calidad se extiende a todas las operaciones que facilitan, que secundan su comercio; a todas aquellas, en una palabra, que tienen por objeto ese comercio.

De este modo muchos actos jurídicos que proviniendo de un no comerciante, serían civiles, devienen actos de comercio cuando es un comerciante el que lo realiza. La comerciabilidad parte del acto, va a dar a la persona; después, en virtud de un movimiento de retroceso, cae de nuevo sobre los actos a fin de apoderarse del mayor número de ellos. En la teoría llamada de lo accesorio.

1.5.2.5. Actos accesorios o conexos a otros mercantiles.

La teoría de lo accesorio no comprende únicamente los actos de que acabamos de hablar, los cuales suponen, según hemos visto, la existencia de un comerciante, el

⁶ Villegas Lara, **Ob. Cit.** pág. 8.



ejercicio profesional de la industria mercantil, de la que aquellos dependen siquiera presuntamente. La teoría abarca así mismo, si bien en distinto plano, aquellos actos que se ligan a actos aislados de comercio, no en virtud de una presunción, sino porque realmente se celebran en intereses o por causa de los mismos. Tales son los que menciona el Código de Comercio; es decir, las operaciones de comisión mercantil, y las de mediación en negocios mercantiles, los depósitos por causa de comercio y las porciones de las sociedades mercantiles

1.6. Auxiliares del comercio.

Son auxiliares del comercio aquellas personas que de alguna forma colaboran con el comerciante para obtener un mejor desempeño en el ejercicio de su actividad mercantil.

1.6.1 Clasificación de los auxiliares del comercio.

- Independientes:

- Corredores: con su intervención se proponen y ajustan los actos, contratos, convenios y certifican hechos mercantiles.
- Comisionistas: ejecutan actos de comercio en representación y por cuenta de los comitentes.

- Dependientes:

- Factores: son los que tienen la dirección de una empresa o están autorizadas para contratar respecto a todos los negocios concernientes a dicha empresa.
- Dependientes: son quienes desempeñan alguna labor específica dentro de una negociación mercantil.



Otros auxiliares del Comercio son los Contadores Públicos, licenciados en Administración, Publicistas y en Relaciones Públicas e Industriales, (corredor de bienes, comisionista).

1.7. Obligaciones y prácticas comunes a todos los comerciantes.

Todos los comerciantes, por el hecho de serlo, están obligados:

- A la publicación, por medio de la prensa, de la calidad mercantil con sus circunstancias esenciales y, en su oportunidad, de las modificaciones que se adopten;
- A la inscripción en el Registro Mercantil General de la República, de los documentos cuyo tenor y autenticidad deben hacerse notorios;
- A mantener un sistema de contabilidad y,
- A la conservación de la correspondencia que tenga relación con el giro del comerciante.

Anuncio o aviso de la calidad mercantil. Éste consiste en comunicar por medio de circular, la apertura del establecimiento, también se hace por publicación en el periódico oficial o en los de mayor circulación. El anuncio deberá contener el nombre de la empresa, su domicilio, giro o actividad, el nombre y firma de las personas encargadas de su administración o de sus representantes.

La inscripción de documentos en el Registro Mercantil, es voluntaria para los comerciantes individuales, o sea, las personas físicas, pero es una obligación para las sociedades mercantiles.



En el Código de Comercio se indica que documentos y datos deberán ser registrados en la hoja de inscripción de cada comerciante o sociedad mercantil, a continuación citaremos los más importantes:

- El nombre o razón social de la empresa.
- La clase de negocio u operaciones a que se dedica.
- La fecha de iniciación de operaciones.
- El domicilio de la persona jurídica.
- La escritura constitutiva en caso de ser sociedad mercantil.

Obligación de llevar contabilidad. El Código de Comercio dispone que los comerciantes están obligados a llevar registro de todas sus operaciones cuando menos en tres libros de contabilidad que son: Libro de Inventarios y Balances, Libro Diario General y Libro Mayor, y cuando se trate de sociedades mercantiles deberán llevar, además un Libro de Actas, en el cual se registraran las actas correspondientes a las asambleas de accionistas o socios.

Obligación de guardar la correspondencia. Los comerciantes están obligados a guardar toda la correspondencia que reciben relacionada con sus operaciones o giro, anotando la fecha en que fueron recibidas las cartas y los telegramas. Esta anotación se hace al reverso de los mismos, así como si fueron contestadas o no. Respecto a la correspondencia que envían, deberán dejar copia de las cartas y telegramas que hayan remitido, con las que irán formando un archivo al que recurrirán en caso necesario.

1.8. Obligaciones fiscales del comerciante.

El Estado tiene la obligación de cubrir los gastos públicos, proporcionar ciertos servicios a los habitantes y cuidar de su bienestar y seguridad, para lo cual requiere de recursos económicos, los cuales se obtienen de las siguientes fuentes: *Impuestos, Derechos Arancelarios, Productos y Aprovechamiento.*



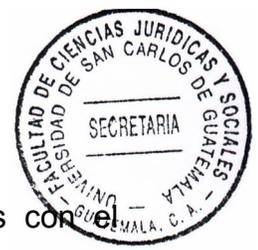
- Impuestos son las prestaciones en dinero en especie que establece la ley con carácter general y obligatorio a cargo de personas físicas y morales para cubrir los gastos públicos.
- Derechos son las contraprestaciones establecidas por el Poder Público, conforme a la Ley, en pago de un servicio.
- Productos son los ingresos que percibe el Estado provenientes de actividades que no corresponden al desarrollo de sus funciones propias de derecho público o por la explotación de sus bienes patrimoniales.
- Aprovechamientos son los ingresos obtenidos por el cobro de recargos, multas y los demás ingresos de derecho no calificables como impuestos, derechos o productos.

1.9. Los títulos de crédito.

La existencia y el uso de los documentos que el derecho guatemalteco designan con el nombre de Títulos de Crédito, tiene sus orígenes muchos años atrás. Pero, en ninguna época han llegado a tener la importancia que el tráfico mercantil les asigna actualmente, los que en sus diversas formas contribuyen al desenvolvimiento de las relaciones comerciales.

Letras de cambio, cheques, pagarés, vales, facturas cambiarias, carta de porte, son especies de los diversos títulos que reconoce el derecho mercantil guatemalteco, los que se rigen por principios doctrinarios generalmente aceptados por el Derecho Mercantil actual.

En la última etapa de la Edad Media, cuando el tráfico comercial se intensificó a través del Mar Mediterráneo, se dieron una serie de atracadores que pirateaban a los



comerciantes y a las naves mercantes cuando regresaban a sus ciudades con el producto de las negociaciones. El transporte de dinero en efectivo resultaba inseguro por esas circunstancias. Surgió entonces la necesidad de transportar dinero a través de documentos que representaran esos valores, sin que se diera el hecho material de portar la moneda en efectivo. Así los banqueros empezaron a usar títulos de crédito que llenaban esas necesidades y los comerciantes encontraron una forma que les proporcionaba seguridad en sus transacciones comerciales de plaza a plaza.

Desde esa misma época datan los principios que han inspirado la existencia de los títulos de crédito, los cuales se unificaron en algunos sistemas jurídicos, como por ejemplo el sistema latino; no así en el derecho inglés y norteamericano, en donde no se llegó a uniformar criterios sobre la práctica de los títulos de crédito. A finales del siglo pasado, tanto Inglaterra como Estados Unidos principiaron a legislar sobre la materia, con una clara tendencia a seguir los patrones legislativos que han servido para crear leyes uniformes en diversas regiones del mundo.

En Guatemala, desde las ordenanzas de Bilbao, pasando por el Código de 1877, el de 1942 y el reciente de 1970, siempre ha existido legislación sobre los títulos de crédito; y cuando fue oportuno, rigió el Reglamento Uniforme de la Haya de 1912, que pretendía normar la letra de cambio a nivel internacional y que más tarde se concretó en la ley uniforme aprobada en la Conferencia de Ginebra en 1930.

Existiendo diferentes concepciones sobre títulos de crédito, las que obedecen a los diversos sistemas jurídicos que conoce el Derecho comparado, podemos afirmar que nuestro derecho actual no puede considerársele inspirado en una sola corriente.

Ideas italianas o alemanas campean en el contenido del Código de Comercio de Guatemala, particularmente en materia de títulos de crédito.

Los títulos de crédito son una especie dentro del género de documentos, por lo que puede decirse que todo título de crédito es un documento, pero no todo documento es título de crédito. En los títulos de crédito, el documento es condición necesaria y



suficiente para atribuir el derecho. La doctrina conoce con el nombre de incorporación la relación existente en los títulos de crédito entre el derecho y el documento. El derecho consignado en el título es autónomo, lo que quiere decir que cada uno de los tenedores del documento tiene un derecho propio, independiente de los anteriores tenedores. Los títulos de crédito están destinados a circular, por lo que este debe, ser un elemento de suma importancia.

Los títulos de crédito son cosas mercantiles. Su emisión, expedición, endoso, aval o aceptación y las demás operaciones que en ellos se consignent, son actos de comercio.

Los derechos y obligaciones derivados de los actos o contratos que hayan dado lugar a la emisión o transmisión de títulos de crédito, o se hayan practicado con estos. Cuando no se puedan ejercitar o cumplir separadamente del título, y por la ley que corresponda a la naturaleza civil o mercantil de tales actos o contratos, en los demás casos.

1.10. Principios comunes a los títulos de crédito.

Hay diversos elementos que forman el concepto de títulos de crédito:

- Los títulos de crédito son documentos.
- Es el documento necesario para ejercitar el derecho.
- El derecho consignado en el título de crédito es literal, se define por lo que esta escrito en el documento.
- En los títulos de crédito el documento es condición necesaria y suficiente para atribuir el derecho. Los autores alemanes han empleado el término incorporado, para explicar el elemento característico de los títulos de crédito que ya hemos



visto al decir que el título de crédito es el documento necesario. De la palabra “incorporación”, surge la íntima relación que existe entre el título y el derecho.

- De ser el título el documento necesario, y como una consecuencia de la incorporación, se desprende que el título de crédito es un medio de legitimación. El poseedor de un título lo debe detentar legalmente.
- Otro elemento se considera el de la autonomía.
- La abstracción, significa que la obligación del título desde el principio, no esta dirigida a una persona determinada, sino a cualquier poseedor, con el fin de facilitar la circulación del documento.
- Íntimamente relacionado con el elemento anterior, esta el de la circulación al que nos referimos al interpretar a contrario sensu.

1.11. Características de los títulos de crédito.

➤ Literalidad.

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

➤ Autonomía.

Debe entenderse por autonomía que el derecho se ejercerá independientemente de cualquier condición que trate de modificarlo o limitarlo, de tal manera, que el obligado deberá cumplir su obligación sin presentar condiciones para hacerlo.



➤ Incorporación.

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

➤ Circulación.

Esta característica de los títulos de crédito es la mas fácil de entender, pues consiste en que esta clase de documentos circulan transmitiéndose de una persona a otra mediante el endoso o mediante la entrega material del documento, solamente si se trata de documento “al portador”.

1.12. Los títulos de crédito como actos de comercio.

La emisión, expedición, endoso, aval o acepción de títulos de crédito y las demás operaciones que en ellas se consignan, son actos de comercio.

Considerando actos de comercio los cheques, letras de cambio, valores y otros títulos a la orden o al portador. En estos casos, la calificación de mercantil del acto es estrictamente objetiva, con independencia del carácter de la persona que lo realiza. Así, tan acto de comercio será el libramiento de un cheque, si es hecho por un comerciante, como si lo realiza quien no tenga ese carácter.

Los títulos de crédito son considerados cosas mercantiles.

La ley y la doctrina consideran que los títulos de crédito son documentos, pero son de naturaleza especial. Hay documentos probatorios, constitutivos (que son



indispensables para el nacimiento del derecho), documentos necesarios (para ejercitar el derecho que en ellos consignan).

1.13. Clasificación de los títulos de crédito.

Los licenciados Puente y Calvo, establecen los grupos siguientes:

Por su contenido:

- Títulos que dan derecho a una suma de dinero.
- Títulos que dan derechos a cosas muebles diversas del dinero.
- Títulos sociales (atribuyen a su tenedor la calidad de socio).

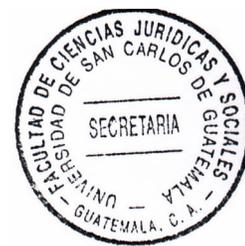
Por la persona del emitente:

Cuando el emisor de un título de crédito es una persona moral de derecho público, se habla de títulos de deuda pública. Si el emisor es persona física o moral de derecho privado, se llaman títulos de deuda privada.

Por la forma de su emisión:

Se clasifican en títulos que se emiten en forma singular y títulos que se emiten en serie o en masa.

1. Singulares: Pagaré, Letra de Cambio, Cheque.
2. Serie: Acciones, Obligaciones, Bonos de Deuda Pública.



1.14. Títulos al portador.

Son títulos al portador los que no están expedidos a favor de persona determinada, contengan o no la cláusula “al portador”. Los títulos al portador, se ha dicho certeramente, son títulos anónimos.

Los títulos de crédito podrán ser, según su forma de su circulación, nominativos o al portador.

1.15. Transmisión

El título al portador es el más apto para la circulación, que se transmite su propiedad por el solo hecho de su entrega, estos se transmiten por simple tradición. La simple tenencia del documento basta para legitimar al tenedor como acreedor del derecho incorporado en el título. Se señala también que esta característica es la que tiene más semejanza con el dinero.

La ley establece que los títulos al portador solo pueden ser reivindicados, cuando su posesión se pierda por robo o extravío y únicamente están obligados a retribuirlos o a devolver las sumas percibidas por su cobro o transmisión, quienes los hubieren hallado o sustraído y las personas que los adquieran, conociendo o debiendo conocer las causas viciosas de la posesión de quien se los transfirió.

Los títulos al portador se transmiten por simple tradición.

La suscripción de un título al portador obliga a quien lo hace a cubrirlo a cualquiera que se presente, aunque el título haya entrado en circulación contra la voluntad del subscriptor, o después de que sobre vengan su muerte o incapacidad.



Los títulos al portador que contengan la obligación de pagar alguna suma de dinero, no podrá ser puesto en circulación sino en los casos establecidos en la ley expresamente, y en contravención en lo dispuesto en la ley.

1.16. Títulos nominativos.

Los títulos nominativos son expedidos a favor de una persona cuyo nombre se consigna en el texto del mismo documento. Estos títulos también son llamados directos.

Son nominativos si aparece escrito el nombre del beneficiario.

Son títulos nominativos los expedidos a favor de una persona cuyo nombre se consigna en el texto del mismo documento. En el caso de títulos nominativos que llevan adheridos cupones, se consideran que son cupones nominativos, cuando los mismos estén identificados y vinculados por su número, serie y demás datos con el título correspondientes, los derechos patrimoniales que otorgue el título al cual están adheridos.

1.17. Clasificación.

Títulos nominativos a la orden:

También llamados Títulos Negociables. En estos títulos el derecho puede ejercitarse por la persona a cuyo favor se expide el título o por la persona a quien ella ordene en virtud de un endoso.

Títulos nominativos no a la orden:

También se les nombra Títulos No Negociables. Estos títulos son aquellos que en su texto llevan insertas las cláusulas “No a la Orden” o “No Negociables”, y solo la



persona designada en el documento puede ejercitar el derecho, si esa persona quiere transmitir el título, solo puede hacerlo en la forma y con los efectos de una cesión ordinaria. En la cesión, a diferencia del endoso, el cesionario queda sujeto a las excepciones personales que el obligado pudo oponer al cedente antes de la cesión.

1.18. Registro o transmisión.

- Los títulos nominativos a la orden se transmiten por endoso.
- Los no negociables por cesión.

Pero en ambos casos necesita entregarse el título mismo, ya que para ejercitar el derecho se requiere estar en posesión del título.

Hay casos en los cuales, además de la entrega del título y del endoso o la cesión, según los casos, el título debe inscribirse en un registro del emisor. Es estos casos la transmisión del título debe anotarse en el registro, pues el emisor no está obligado a reconocer como tenedor legítimo sino a quien figure como tal, a la vez en el documento y en el registro y ningún acto sobre el título surte efectos contra el emisor o contra terceros si no se inscribe en el registro y en el título.

En este caso de las acciones de sociedades anónimas; su transmisión debe inscribirse en el registro de acciones de la sociedad.

1.19. Formas de transmisión de títulos de crédito

1.19.1. Endoso

Una de las características de los títulos de crédito es que están destinados a circular. Para que un título nominativo o a la orden circule, es necesario endosarlo para



que pueda ser transmitido de una persona a otra.

El endoso es el medio de transmitir los títulos nominativos o a la orden.

Se puede definir como el medio de transmitir los títulos a la orden, quien transmite el título se llama endosante, quien lo adquiere endosario.

Los títulos nominativos serán trasmisibles por endoso y entrega el título mismo, sin perjuicio de que puedan trasmitirse por cualquier otro medio legal.

La transmisión del título nominativo por cesión ordinaria o por cualquier otro medio legal diverso del endoso, subroga al adquirente en todos los derechos que el título confiere; pero lo sujeta a todas las excepciones personales que el obligado habría podido oponer al autor de la transmisión antes de ésta. El adquirente tiene derecho a exigir la entrega del título.

Los títulos de crédito pueden trasmitirse por recibo de su valor extendido en el mismo documento, o en hoja adherida a favor de algún responsable de los mismos, cuyo nombre debe hacerse constar en el recibo. La transmisión por recibo produce los efectos de un endoso sin responsabilidad.

Los endosos y las anotaciones de recibo en un título de crédito que se testen o cancelen legítimamente, no tienen valor alguno. El propietario de un título de crédito puede testar los endosos y recibos posteriores a la adquisición; pero nunca los anteriores a ella.

1.19.2. Personas que intervienen en el endoso

Endosante:

Es la persona que transmite el título a otra persona.



Endosatario:

Es la persona a quien se le transmite el documento.

1.19.3. Clases de endoso.

1.19.3.1. Endoso en propiedad:

El endoso en propiedad es el más utilizado y es el que transmite la propiedad del título y todos los derechos que el documento representa. Como en todas las clases de endoso es necesaria la entrega material del título o documento para que la operación se complete.

1.19.3.2. Endoso en procuración o al cobro.

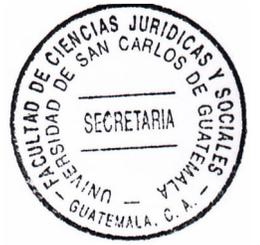
El endoso en Procuración o al Cobro contiene las cláusulas “en procuración” o “al cobro” u otra equivalente. Esta clase de endoso no transfiere la propiedad del título, únicamente da facultades al endosatario para presentar el documento para su acepción, o bien, para gestionar o tramitar su cobro extrajudicialmente o por la vía judicial si fuera necesario.

Esta clase de endoso se utiliza cuando el beneficiario no ha logrado efectuar el cobro de un documento, entonces lo endosa en procuración a la orden de un Abogado para que este se encargue de su cobro extrajudicial o por la vía judicial mediante una demanda en contra del deudor.



1.19.3.3 Endoso en garantía o en prenda

El endoso con las cláusulas “en garantía”, “en prenda” u otra equivalente, tampoco transmite la propiedad del título, solo atribuye al endosatario todos los derechos y obligaciones de un acreedor prendario respecto del título endosado y de todos los derechos que represente el mismo documento.





CAPÍTULO II

2. Bolsa de valores.

2.1. Generalidades.

La falta de un mercado organizado y especializado en Guatemala, en el que, a través de intermediarios profesionales se realizaran transacciones de títulos y valores admitidos a cotizaciones y cuyos precios se determinarían por el libre juego de la oferta y la demanda, motivó en 1986 a un grupo de guatemaltecos a llenar ese vacío que existía en el sector financiero del país.

La Bolsa de Valores Nacional, S. A., de Guatemala, fue fundada el 26 de agosto de 1986, comenzando operaciones el 6 de abril de 1987, mediante el acuerdo 99-87 el Ministerio de Economía, autorizó las operaciones de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima con lo que se estableció formalmente el Mercado de Valores en Guatemala.⁷

La bolsa de valores, llamada también como mercado de valores, son Instituciones de derecho mercantil que tienen por objeto la prestación de servicios para facilitar las operaciones bursátiles.

Existen muchas definiciones de que es la Bolsa de Valores, pero todas convergen en un solo punto “transacciones financieras”, se estudiará algunas definiciones para conocer diferentes puntos de vista y así tener una visión más amplia de lo que se está presentando.

La Bolsa de Valores es un mercado de capitales organizado, institucionalizado, oficialmente regulado, con unos intermediarios y formas de contratación específicas.

⁷ Bolsa de Valores Nacional, S.A., <http://www.bvnsa.com.gt/nuevositio/información.php> (18 de noviembre de 2005).



En otras palabras podríamos decir que la bolsa es un mercado financiero donde se realizan operaciones de compra y venta de acciones u obligaciones. Esta definición denota de una manera muy concreta lo que persigue como fin último una Bolsa de Valores: la transacción financiera, dejando en evidencia la presencia de todos los elementos que se requieren para llevarlos a cabo.

Otra definición que nos amplía aún más lo que representa la Bolsa de Valores es la que nos la define como: “Una institución donde se encuentran los demandantes y oferentes de valores negociando a través de sus Casas Corredoras de Bolsa. Las Bolsas de Valores propician la negociación de acciones, obligaciones, bonos, certificados de inversión y demás Títulos-valores inscritos en bolsa, proporcionando a los tenedores de títulos e inversionistas, el marco legal, operativo y tecnológico para efectuar el intercambio entre la oferta y la demanda” Como se puede visualizar de esta definición, se nos amplía el panorama: es un mercado, ya que existen demandantes y oferentes; requiere de un intermediario: las Casas Corredoras de Bolsa; la existencia de más productos financieros aparte de acciones.

En conclusión la Bolsa de Valores se puede definir como mercados organizados y especializados, en los que se realizan transacciones con títulos valores, por medio de intermediarios autorizados, conocidos como Casas de Bolsa o Puestos de Bolsa. Las Bolsas ofrecen al público y a sus miembros las facilidades, mecanismos e instrumentos técnicos que facilitan la negociación de títulos valores susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta. Dependiendo del momento en que un título ingresa al mercado, estas negociaciones se transarían en el mercado primario o en el mercado secundario.

Se denomina de tal forma a un mercado organizado en donde se negocian (compran y venden) fundamentalmente activos de renta variable como las acciones. También se negocian títulos de renta fija, obligaciones y bonos, y otro tipo de activos financieros.



Los participantes en la operación de la bolsa de valores, son básicamente los demandantes de capital, (las empresas, los organismos), los oferentes de capital (ahorradores, inversionistas) y los intermediarios (Sociedades de valores).

La negociación en las bolsas de valores se efectúa a través de corredores que son miembros de la Bolsa, conocidos usualmente con el nombre de corredores, sociedades de corretaje de valores, agencias de bolsa, comisionistas o brokers.

La primera Bolsa se creó en Ámsterdam en los primeros años del siglo XVII. Actualmente existen estas instituciones en muchos países, siendo la más importante del mundo, hasta ahora, la Bolsa de Nueva York, que recientemente comenzó su transformación para convertirse en una red electrónica de negociación similar al mercado Nasdaq, también estadounidense, que actualmente desarrolla un proceso para lograr la autorización para convertirse en una bolsa de valores. En todos los países existen bolsas de valores, salvo en algunos muy pequeños y otros de régimen comunista, como Cuba y Corea del Norte.

2.2. Función económica

Las bolsas de valores cumplen un papel muy importante: permiten canalizar el ahorro hacia la inversión; ponen en contacto a las empresas y entidades del Estado necesitadas de recursos de inversión con los ahorradores; confieren liquidez a la inversión, de manera que los ahorradores pueden convertir en dinero sus acciones o títulos en cualquier momento y, adicionalmente, favorecen una asignación eficiente de los recursos.

Por otra parte las bolsas de valores están sujetas a los riesgos de los ciclos económicos y sufren los efectos de los fenómenos psicológicos que pueden elevar o reducir los precios de los títulos y acciones a niveles que chocan con la realidad y causan efectos posteriores perjudiciales para el crecimiento económico o para la sociedad.



En algunas ciudades, por razones históricas, éstos centros de transacción conocidos con la denominación Bolsa de Comercio, como por ejemplo Buenos Aires y Santiago, pero en realidad lo que se negocia son valores y no mercancías ni otros activos, y por ello mismo la mayoría se denominan Bolsa de Valores.

El término "Bolsa" significa mercado donde se realizan operaciones financieras con acciones y obligaciones que poseen un precio público que se denomina cotización o cambio. Estas instituciones reciben esta denominación desde que, en el siglo XIII, en la ciudad europea de Brujas, de la región de Flandes, una familia noble, encabezada por Van Der Buërse, realizaba reuniones de carácter mercantil. El escudo de armas de esta familia estaba representado por tres bolsas de piel, las monederas de la época. Para la fecha, el volumen de las negociaciones, la importancia de esta familia y las transacciones que allí se realizaban le dieron el nombre a lo que actualmente se conoce como "bolsa", por el apellido Buërse.

2.3. Supervisión, regulación y control.

En la mayoría de los países es necesaria la aprobación de la Comisión Nacional de Valores o la Superintendencia de Valores, para que títulos o certificados privados puedan ser negociados en la Bolsa. Generalmente los títulos públicos, emitidos por los gobiernos, no requieren tal autorización.

Las comisiones de valores cumplen funciones de supervisión, regulación y control de corredores, asesores de inversión, casas de bolsa, bolsas de valores, empresas emisoras de valores, las calificadoras de riesgo y las cajas de valores, entre otras entidades similares.

Desde hace muchos años existen otras entidades, igualmente reguladas y controladas por las comisiones de valores, que sirven de escenario para la transacción de derivados. En los mercados de derivados, se negocian y contratan instrumentos como futuras, opciones y swaps. Un ejemplo muy conocido es el MEFF, mercado



español de opciones y futuros financieros.

También existen otro tipo de bolsas que negocian insumos y productos agropecuarios, como Bolpriaven, en Venezuela, donde se negocian contratos de compra venta de productos, insumos y servicios de origen o destino agropecuario y certificados ganaderos, certificados de depósito y bonos de prenda entre otros instrumentos.

En Estados Unidos, hay algunos centros transaccionales como la CBOT, la Bolsa de Comercio de Chicago, fundada en 1848. Esta bolsa es líder en negociación de contratos a futuro en el comercio de bienes básicos agrícolas y también ha incursionado en la negociación de futuros sobre bienes básicos agrícolas perecederos y bienes básicos no agrícolas.

En 1975, la Bolsa de Comercio de Chicago introdujo el primer contrato a futuro sobre un activo financiero y a partir de entonces ha sido pionera en la negociación de futuros sobre títulos y notas del Tesoro Americano, índices accionarios y otros. En 1982 se comenzaron a realizar opciones sobre contratos futuros.

Otro de los más importantes mercados de este tipo, también estadounidense, es el NYMEX, Nueva York Mercantile Exchange. Fundado en 1872 para negociar queso, manteca, y huevos, cambió su énfasis para cubrir contratos de futuros en platino, paladio, y energía (petróleo crudo, gasolina, etc.), así también como opciones en algunos de sus contratos. Sus dos divisiones principales son un mercado de cambio de monedas y un mercado de materias primas.

Igualmente, New York Futures Exchange (NYFE), la Bolsa de Futuros de Nueva York, creada para negociar los contratos financieros de futuros. Hoy, la Bolsa de Futuros de Nueva York, tiene índice de acciones de contratos de futuros, basados en los índices de la Bolsa de Valores Compuestos de Nueva York (NYSE) y el CRB (Commodity Research Bureau), que está integrado por 17 materias primas cuyos



futuros cotizan en mercados de EEUU, así como los índices Russell 2000 y Russell 3000, que representan la mayor parte de las empresas cotizadas de Estados Unidos. (El Russell 3000 es un promedio ponderado de las 3000 compañías más grandes en los Estados Unidos de acuerdo a su capitalización de mercado y el Russell 2000 es un subíndice con 2000 de las 3000 empresas, que son más pequeñas que las otras 1000 y suman un 8% de la capitalización total.

Es importante saber que los principales mercados financieros en todo el mundo son los mercados de dinero, mercado de capitales y los mercados de opciones, futuros y derivados.

2.4. Naturaleza y atribuciones del registro del mercado de valores y mercancías.

La falta de un mercado organizado y especializado, en el que, a través de intermediarios profesionales se realizaran transacciones de títulos y valores admitidos a cotizaciones y cuyos precios se determinarían por el libre juego de la oferta y la demanda, motivó en 1986 a un grupo de guatemaltecos a llenar ese vacío que existía en el sector financiero del país.

Así, a finales del año 1987, mediante el acuerdo 99-87 el Ministerio de Economía, autorizó la operación de la Bolsa de Valores Nacional, S.A. con lo que se estableció formalmente el Mercado de Valores en Guatemala.

2.5. Naturaleza del mercado de valores.

Según la ley, expresa así: Se crea el Registro del Mercado de Valores y Mercancías, en adelante denominado el Registro, como un órgano del Ministerio de Economía, con carácter estrictamente técnico, cuyo objeto es el control de la juridicidad y registro de los actos que realicen y contratos que celebren las personas que intervienen en los mercados a que se refiere esta ley.



2.6. Atribuciones del mercado.

Al registro corresponde, dentro del ámbito de su competencia, cumplir y hacer que se cumplan las disposiciones establecidas en la ley y en disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general. Sus atribuciones son las siguientes:

1. Someter por conducto del Ministerio de Economía a la aprobación del Presidente de la República, los proyectos de reglamentos que deban dictarse por disposición de esta la ley de Mercado de Valores, o las reformas que sean del caso.
2. Nombrar y remover a los funcionarios, asesores internos o externos y empleados que integren el personal del registro, sin perjuicio de lo que se establece en la presente ley de Mercado de Valores para el nombramiento del subregistrador.
3. Elaborar y remitir a donde corresponda su presupuesto de funcionamiento.
4. Someter por conducto del Ministerio de Economía a la aprobación del Presidente de la República los proyectos de aranceles que deba aplicar en sus operaciones, observando el procedimiento establecido en el inciso a) de Artículo 16 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías.
5. Tomar razón, compilar y ordenar la publicación en el diario oficial, a costa de los interesados, de las disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general emitidas por las bolsas de comercio para la negociación de valores, mercancías o contratos en el mercado bursátil.
6. Solicitar al Ministerio Público la investigación de actos u omisiones que infringieren esta ley de Mercado de Valores, que en opinión del registro, pudieren ser constituidos de delito o falta.



2.7. Requisitos para colocar acciones en la Bolsa de Valores Nacional de Guatemala.

El mercado bursátil guatemalteco organizado tiene apenas ocho años y ya se negocian más de Q160 millones diarios en las bolsas de valores (66% Bolsa de Valores Nacional y 34% Corporación Bursátil, 21-IX-1995). Sin embargo, nuestro mercado de capitales está aún en sus comienzos. La mayoría de las transacciones registradas se hacen mediante reportos de pagarés financieros, en tanto que la venta pública de acciones es casi inexistente.

Las acciones y el futuro.

La venta pública de acciones o equity market a través de las bolsas de valores, como un medio de captación de financiamiento de las sociedades (y no meras transacciones esporádicas de acciones ya emitidas), es quizás la puerta indicada para el crecimiento de las empresas en los mercados financieros más avanzados. Mediante ella las sociedades se capitalizan, sin incurrir en deuda y sin necesidad de pagar intereses.

“El inversionista que compra acciones lo hace pensando que, en un futuro, la sociedad en que invirtió lanzará jugosos dividendos, además de incrementar el valor pagado por acción. Sus expectativas de ganancia no están limitadas a una determinada tasa de interés, sino que dependen del éxito del negocio en que invierta. Así, pues, las inversiones exitosas en acciones pueden ser mucho más rentables que las inversiones en pagarés financieros.”⁸

⁸ Faraco F., Francisco J. **Calificadora de riesgo**, pág. 89.



El inversionista asume una fracción del riesgo en los negocios emprendidos por la sociedad que ha colocado sus acciones. En este sentido, si la sociedad pasa por una crisis financiera, el inversionista también se ve afectado por la existencia o reducción de dividendos y por la disminución del valor de mercado de la acción.

En cuanto al inversionista en acciones, resulta claro cuáles son sus incentivos para una persona que, creyendo que tiene el conocimiento necesario para poder detectar un negocio que puede ser rentable, está dispuesto a asumir el riesgo de invertir dinero en algo incierto con la esperanza de que, si el negocio resulta realmente exitoso, sus ganancias rebasarán por mucho a los créditos producidos por las aburridas y predecibles inversiones en deuda pública y privada.

2.7.1 Obstáculos y rumores de las empresas guatemaltecas para la inversión.

Pareciera ser que las empresas guatemaltecas no se han percatado aún de que, al no emitir acciones para capitalizarse, se están cerrando la puerta a una posibilidad de crecimiento inalcanzable por los tradicionales métodos de autofinanciamiento y financiamiento por endeudamiento.

Se oye por ahí que las familias o grupos propietarios de sociedades de éxito se atemorizan ante la idea de "que alguien extraño entre a ser dueño de la empresa, permitir que alguien extraño opine o hasta incluso tome decisiones". Aterrorizados por esta mal entendida idea, ni siquiera analizan los altos beneficios que, por otro lado, representa la capitalización sin endeudamiento. Se olvidan que, ante la inminente globalización de la economía, las empresas guatemaltecas están destinadas a entrar a competir con las del resto del mundo para poder subsistir y, por tanto, para poder hacerse más eficientes y competitivas, necesitarán capitales de tal magnitud que, si se financian únicamente con endeudamiento (sea este mediante pagarés o préstamos, etc.) estarán en una clara desventaja competitiva, pues la competencia moderna internacional obtiene gran parte de su capital mediante la emisión de acciones.



Bill Gates, magnate empresarial estadounidense fundador de Microsoft, comprendió esto hace pocos años, emitió acciones para la venta pública de su empresa y ahora es el hombre más rico de Estados Unidos, y Microsoft la empresa más rentable de su giro. Cree usted --lo que escuché por ahí—que Bill Gates ya no controla Microsoft, que ya no se siente dueño? Si usted fuese él, estaría arrepentido?

Going Public.

El punto es que, entre los empresarios guatemaltecos existe una malentendida concepción de que es "ir al público" o going public. Ojalá que cuando se den cuenta de sus ventajas no sea demasiado tarde.

En futuras ediciones de Gerencia analizaremos ésta y algunas otras erradas concepciones, comparándolas con lo que ha sucedido en otros países y analizando los mecanismos legales existentes en Guatemala, que pueden utilizarse para no perder el control. Nuestro objetivo: cambiar los falsos paradigmas existentes en torno a la emisión y venta pública de acciones.

2.7.2. Leyes y negocios.

Requisitos para colocar acciones en la Bolsa de Valores Nacional de Guatemala.

Con base en la modificación del Artículo 26 del Reglamento Interno, acordada por la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas del 1 de marzo de 1991, el Consejo de Administración resolvió por unanimidad la emisión del siguiente Reglamento para la Inscripción de Valores.

“Artículo 1. Inscripción de títulos públicos. Los títulos valores emitidos por el Estado podrán inscribirse en la bolsa sin necesidad de requerimiento alguno por parte del



emisor, una vez que la bolsa reciba la información pertinente en cuanto a la ley o disposición normativa que autoriza la emisión y los correspondientes decretos o acuerdos que establecen las características de aquella.

Artículo 2. Inscripción de acciones. Para autorizar la inscripción de acciones de sociedades mercantiles, éstas deberán presentar al Consejo de la Bolsa los siguientes documentos:

- a) Copia legalizada de su escritura social y de las modificaciones que hubiere sufrido.
- b) Copia de los estados financieros correspondientes a los últimos tres años de funcionamiento de la sociedad o, si su existencia fuera menor de tres años, los correspondientes a los ejercicios fiscales transcurridos desde su fundación, de los cuales, en cualquier caso, el balance general correspondiente al último año deberá contar con opinión de contador público y auditor externo e independiente.
- c) Copia legalizada de la resolución del órgano social competente, en la cual se hubiere acordado la emisión o cotización en bolsa de los títulos cuya inscripción se está solicitando de los títulos o certificados respectivos.

A la transferencia o circulación verá contener cuando menos lo siguiente:

- e) Un ejemplar del prospecto o prospectos descriptivos de la emisión, que del Proyecto de los certificados o títulos de los valores cuya inscripción se solicita y, en documento aparte, la transcripción exacta y completa de las normas estatutarias, contractuales y legales relativas.

I. IDENTIFICACIÓN ESPECÍFICA:

Nombre de la sociedad, domicilio legal, actividad principal, fecha de inscripción



de la sociedad, breve historia de la sociedad.

II. ESTADOS FINANCIEROS:

a) Balance General:

a.1) Activos, activos circulantes, otros activos, activos fijos, activos diferidos.

III. TOTAL DE ACTIVOS

a.2) Pasivo, pasivo circulante, pasivo fijo (a largo plazo), socios, no socios.

a.3) Capital, autorizado, suscrito, pagado, reservas, superávit (utilidades retenidas), utilidades del ejercicio.

TOTAL DEL CAPITAL CONTABLE

TOTAL PASIVO + CAPITAL

b) Indicación de sí se tiene alguna contingencia como pasivos contingentes, reparos fiscales, etc.

c) Estado de pérdidas y ganancias.

d) Estado de flujo de efectivo.

e) Relación con empresas afiliadas.

Dicho informe debe contener la opinión del auditor externo y las notas que del mismo existan.



IV. INFORME DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN:

El informe anual del Consejo de Administración correspondiente a los tres últimos ejercicios o desde la constitución de la sociedad emisora, si el lapso de su existencia fuese menor.

V. CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN:

Tipo de accionistas, denominación, monto, número de obligación, valor nominal, series, fecha de emisión, plazo, dividendos.

VI. INDICAR SI EXISTE ALGÚN LITIGIO O DEMANDA JUDICIAL.

VII. NÚMERO DE ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD.

VIII. DIRECTORIO, ADMINISTRADORES Y EJECUTIVOS:

Identificación de los directores o administradores, en su caso del Gerente General o del que haga sus veces, y de los principales ejecutivos, incluyendo al menos el nombre, apellido y profesión. Respecto a los ejecutivos, se deberá señalar también el cargo que desempeñan en la entidad.

f) Informe sobre los dividendos otorgados durante los cinco años anteriores a la fecha de la solicitud o de todos los períodos anteriores, si el lapso de existencia de la sociedad fuera menor”.

2.8. Valores.

Se entiende por valores todos aquellos documentos, títulos o certificados, acciones, títulos de crédito típicos o atípicos, que incorporen o representen, según sea



el caso, derechos de propiedad, de crédito o de participación. Los valores podrán crearse o emitirse y negociarse mediante anotaciones en cuenta;

2.9. Mercancías.

Son mercancías todos aquellos bienes que no estén excluidos del comercio por su naturaleza o por disposición de la ley.

2.10. Contratos.

A los efectos de esta la ley de Mercado de Valores y Mercancías, en su Artículo 2, se entiende por contrato todo negocio jurídico de características uniformes por cuya virtud se crean, modifican, extinguen o transmiten obligaciones dentro del mercado bursátil.

2.11. Calificación de riesgo.

Es una opinión emitida por una entidad calificadora de riesgo, en cuanto a la situación financiera de un emisor, todo ello con arreglo a las prescripciones técnicas reconocidas en el ámbito internacional: Las calificadoras de riesgo se inscribirán en el Registro del Mercado de Valores y Mercancías, cumpliendo con los mismos requisitos aplicables a los agentes de valores.

2.12. Bolsa de Comercio.

Las bolsas de comercio son instituciones de derecho mercantil que tienen por objeto la prestación de servicios para facilitar las operaciones bursátiles.



2.12.1. Objetivos de la bolsa.

La Bolsa tiene como objetivos fundamentales, ofrecer al público inversionista y a las Casas de Bolsa, los mecanismos e instrumentos técnicos y materiales para la negociación de títulos valores susceptibles de oferta pública.

2.12.2. Actividades.

Las bolsas de comercio podrán realizar las actividades siguientes:

1. Adecuar locales e instalaciones y establecer mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre oferentes y demandantes de valores, mercancías o contratos y la realización de cualquier negocio de naturaleza bursátil.
2. Inscribir las ofertas públicas de valores que hubieren sido registradas y cumplan con los requisitos de las disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general de las bolsas de comercio en que habrá de realizar la oferta pública.
3. Proporcionar y mantener a disposición del público, información sobre las emisiones de valores y la negociación de mercancías y contratos que hayan inscrito o autorizado, así como sobre los emisores de valores y sobre otras operaciones que en ellas se realicen; inclusive, en su caso, sobre la calificación de riesgo obtenida por un emisor o por una emisión de valores en alguna de las empresas calificadoras de riesgo, inscritas para operar en el país.
4. Poner a disposición del público, publicaciones periódicas sobre los asuntos indicados en el inciso anterior.
5. Velar porque las actuaciones de sus agentes y emisores se ajusten a sus disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general.



6. Pedir a juez de Primera Instancia del Ramo Civil, en la vía incidental, la intervención de sociedades emisoras y agentes de bolsa, o casas de bolsa, que hubieren transgredido disposiciones legales, disposiciones normativas o reglamentarias de carácter general, de la bolsa de comercio respectiva, cuando a su juicio amerite dicha medida. La intervención surtirá los efectos previstos en el Artículo 661 del Código de Comercio de Guatemala y a partir de la fecha de la notificación de la resolución que decreta dicha medida; la enajenación de aquellos activos que no constituyan el giro ordinario de la empresa sólo podrá efectuarse con autorización judicial. La intervención podrá decretarse sin audiencia previa a la parte afectada, en vista de circunstancias graves que lo justifiquen, a juicio del juez.

2.13. Oferta pública.

“La oferta pública, es la invitación que el emisor hace abiertamente al público, por sí o por intermedio de tercero, mediante una bolsa de comercio o cualquier medio de comunicación masiva o difusión social, para la negociación de valores, mercancía o contratos. La utilización de los medios antes relacionados no implica la existencia de una oferta pública, si la invitación se dirige exclusivamente a quienes ya son socios o accionistas de la emisora y las acciones por ésta emitidas no estuvieren inscritas para oferta pública.”⁹

Los actos y negocios jurídicos cuyo contenido sea el resultado de ofertas privadas de valores, mercancías o contratos, inscritos o no para oferta pública, quedan excluidos de la ley del Mercado de Valores.

2.14. Agentes de valores.

Los agentes son personas jurídicas que se dedican a la intermediación con valores, mercancías o contratos conforme a las disposiciones de esta ley, aquellos que

⁹ Sánchez Krieger, Adriana, **Criterios globales de calificación**, América Latina, pág. 34.



actúan en bolsa se denominan "agentes de bolsa" o "casas de bolsa" y quienes no hagan fuera de bolsa, con valores inscritos para oferta pública, "agentes de valores".

2.14.1. Actividades.

Las personas jurídicas que se inscriban como agentes están autorizadas para realizar las actividades siguientes:

1. Actuar por cuenta propia o como intermediarios por cuenta ajena, en operaciones con valores que se encuentren en oferta pública, mercancías o contratos a ser negociados en bolsa, con sujeción a la ley del Mercado de Valores y a sus disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general, así como a las que emitan las bolsas de comercio en que se encuentren inscritos como miembros.
2. Recibir fondos para realizar las operaciones con valores, mercancías o contratos que se les encomienden.
3. Prestar asesoría en materia de operaciones con valores, mercancías o contratos, sujetos a oferta pública.
4. Solicitar, por cuenta de los emisores, la inscripción de una oferta pública.
5. Recibir o conceder préstamos o créditos para la realización de las actividades que le son propias.
6. Proporcionar servicios de custodia de valores.
7. Administrar carteras de valores propiedad de terceros.



2.15. Contratos de bolsa.

“Mediante los contratos de bolsa se crean, modifican, extinguen o transmiten obligaciones mercantiles que se contraen y liquidan en el seno de una bolsa de comercio. Las obligaciones que de ellos se deriven se interpretarán, ejecutarán y cumplirán de conformidad con los principios de verdad sabida y buena fe guardada, a manera de conservar y proteger las rectas y honorables intenciones y deseos de los contratantes, sin limitar con base de una interpretación arbitraria, sus efectos naturales.”¹⁰

2.16. Contrato de fondo inversión.

El contrato de fondo de inversión es aquel por medio del cual un agente recibe dinero de terceras personas con el objeto de invertirlo por cuenta de éstas, de manera sistemática y profesional, en valores inscritos para oferta pública y al vencimiento, durante el plazo pactado o la terminación del contrato, según sus propias disposiciones, se obliga condicional o incondicionalmente, a devolver el capital recibido con sus frutos, cargando una comisión cuyo monto y características se definen en el propio contrato.

2.17. Contrato de fideicomiso y de inversión.

Los bancos y las sociedades financieras privadas podrán convenir con los agentes la delegación de su función como fiduciarios. El fiduciario delegado podrá realizar todas las actividades propias de un fiduciario y será junto con la entidad delegante, solidariamente responsable por su actuación.

Tanto los bancos y las sociedades financieras privadas, como los fiduciarios delegados, podrán fungir como fiduciarios de fideicomisos constituidos para la inversión en valores que se encuentren en oferta pública.

¹⁰ Villegas Lara, **Ob. Cit.** pág. 88.



Si como resultado de la constitución del fideicomiso, se acordare la emisión de certificados fiduciarios, su oferta pública deberá inscribirse en el registro y a su vez, podrá el fiduciario solicitar su inscripción para cotizarse en bolsa, en cuyo caso, el régimen fiscal de los certificados respectivos será el mismo que el aplicable a los bonos emitidos por sociedades financieras privadas.

El documento constituido de fideicomiso de inversión, así como sus modificaciones podrá constar en documento privado; y la emisión y negociación de los certificados fiduciarios a que se refiere el presente artículo estarán sujetas únicamente a los requisitos que esta ley establece para realizar oferta pública de valores emitidos por sociedades mercantiles.

2.18. Contrato de suscripción de valores.

Por el contrato de suscripción de valores, las sociedades financieras privadas y los agentes podrán adquirir valores inscritos para oferta pública, siempre que su adquisición tenga como objeto proveer recursos al emisor, menos el descuento o por la comisión que se pacte en el propio contrato, por concepto de la posterior colocación de los respectivos valores.

Lo anteriormente dispuesto, para el caso de las sociedades financieras privadas, es sin perjuicio de los requerimientos de solvencia y límites de crédito previstos en las leyes que rigen sus operaciones.

“Para efectos de la negociación extrabursátil de dichas emisiones, las sociedades financieras privadas podrán actuar como agentes, sin necesidad de inscripción previa o trámite alguno.”¹¹

¹¹ Vásquez, Dávila, **Ob. Cit.** Pág. 103.



2.19. Contratos a futuro.

Las bolsas de comercio podrán organizar la negociación de contratos para la transmisión de dominio, o entrega futura de valores, mercancías, fondos en moneda nacional o extranjera, u otros bienes de lícito comercio, así como la negociación de contratos cuya liquidación futura se calcula y efectúa en función de un índice definido por una bolsa de comercio.

Las condiciones de negociación de los contratos para entrega futura se reglamentarán por las respectivas bolsas de comercio. Los documentos que contengan los contratos en cuestión, así como la demás documentación que sirva para su sustento, no están afectos al Impuesto de Timbres Fiscales y de Papel Sellado Especial para Protocolos.

En caso de negociación de contratos para entrega futura de moneda extranjera, las obligaciones que contengan habrán de expresarse y cumplirse en la moneda pactada, en la medida en que lo permitan las disposiciones legales, cambiarias y reglamentarias respectivas.

El contrato de futuro se dá entre dos partes que obliga a su tenedor a comprar a plazo un activo a un precio dado, en el que están estandarizadas las cantidades y el vencimiento del contrato, siendo negociados en mercado organizado.

El contrato de futuro requiere un depósito inicial y pagos diarios según la fluctuación del precio del activo, garantizando así el cumplimiento del contrato.

Existen futuros sobre:

- Productos Agrícolas



- Ganado y Carne
- Fibras y alimentos
- Metales y energía
- Financieros
- Índices Bursátiles
- Tipos de interés
- Deuda pública
- Divisas.

La utilidad de los contratos a futuros es la cobertura de riesgos y sus características son estandarizadas.

El crecimiento de los mercados de futuros ha sido en gran medida por la existencia de la Cámara de Compensación, que ha hecho posible la absorción del riesgo, ya que la Cámara de Compensación ofrece la garantía plena del cumplimiento de los contratos, por lo que la Cámara se convierte en el vendedor para el comprador y en el comprador para el vendedor.

2.20. Principio de publicidad.

El principio de publicidad está regulado en el Artículo 17 de la Ley de Mercado de Valores y Mercancías, en su literalidad.

Los actos y documentos del registro son públicos y podrán consultarse sin más restricciones que las que impongan el orden y el adecuado funcionamiento de la misma.

La inscripción en el registro, de las personas, actos y documentos, producen efectos frente a terceros a partir de la fecha de su inscripción y las certificaciones de dichas inscripciones producen fe y hacen plena prueba.



Los documentos que, conforme la ley, deban ser inscritos en los registros públicos correspondientes y no cumplan con tal requisito, salvo las excepciones previstas en la presente ley, no serán admitidos por el registro.

El principio de publicidad regulado en el Artículo 30 de Constitución Política de la República de Guatemala, establece:

Todos los actos administrativos son públicos. Los interesados tienen derecho a obtener, en cualquier tiempo, informes, copias, reproducciones y certificaciones que soliciten y la exhibición de los expedientes que deseen consultar, salvo que se trate de asuntos militares o diplomáticos de seguridad nacional, o de datos suministrados por particulares bajo garantía de confidencia.

2.21. Mercado de Valores.

El mercado le proporciona la disponibilidad de títulos privados en los que puede invertir y un detalle histórico por empresa, de los títulos emitidos en un período determinado. La consulta puede realizarse en función de fecha, rendimiento, plazo, emisor o cualquier combinación de estos. Desglosa los vencimientos previstos en el mercado de reportos, permitiendo evaluar el nivel de liquidez en un momento dado.

Además describe los datos generales sobre las empresas emisoras, proporcionando también información sobre licitaciones.

2.21.1. Mercado primario de valores.

“Negociación de títulos valores emitidos por empresas privadas, el gobierno o sus dependencias, ofrecidos por primera vez a los inversionistas.



Si una negociación se efectuare en el mercado primario, la anotación en cuenta se efectuará con base en la constancia que emita el agente, a que se refiere el artículo cincuenta y ocho de la presente ley.¹²

2.21.2. Mercado secundario de valores.

Negociación de títulos valores que han sido previamente adquiridos en el mercado primario.

Si una negociación se efectuare en el mercado secundario, mediante agente no autorizado para emitir la constancia a que se refiere el artículo cincuenta y ocho de la presente ley, la anotación en cuenta se realizará con base en el comprobante de la operación en bolsa, requisitado como se indique en el instrumento legal de la emisión.

2.22. Reporto, reportado y reportador

Jurídicamente, el reporto propiedad es el contrato por el cual el reportado o el demandante de dinero transfiere en el reportador o el inversionista de títulos – valores de una especie, por un determinado precio y éste último asume la obligación de transferir al reportado, al vencimiento del término establecido, la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie, contra reembolso de un precio que puede ser aumentado o disminuido en la medida convenida.

El reporto se perfecciona por la entrega material de los títulos. Este contrato esta contemplado en las leyes guatemaltecas en el Código de Comercio de Guatemala, dentro las operaciones de crédito en los Artículos del 744 al 749.

En la bolsa, este contrato se documenta con una boleta de compra - venta, en la que constan las características de la negociación, así como la fecha de vencimiento. La obligación de indicar el nombre completo del reportado y reportador se cumple por

¹² Intendencia de Valores de Bolivia, **todo lo que usted debe saber acerca del mercado de valores**, pág. 45.



actuar las casas de la bolsa por comisión de sus clientes, lo cual las faculta para hacerlo en nombre propio. En la boleta se especifica la especie del título que se esta reportando así como el precio de compra y de recompra, al que se pacto la operación. La diferencia de los precios implicara una remuneración para el reportador (quien otorga los fondos), la cual en relación al plazo del reporto producirá un rendimiento anualizado.

Este rendimiento es considerado como una tasa de interés cuando el reporto se utiliza como una operación de crédito.

2.22.1. Reportado.

El reportado es la persona o entidad que pone a disposición del mercado de valores sus títulos o documentos comerciales para que sean ofertados al público demandante.

2.22.2. Reportador.

Es la persona o entidad que demanda de títulos valores para invertir su riqueza financiera dineraria, al cual acude al mercado de valores a demandar de títulos valores para invertir su dinero.

2.23. Obligaciones de las partes.

2.23.1. Del reportado.

- Readquirir los títulos: el reportado está obligado a readquirir los títulos al vencimiento del reporto pagando el precio convenido, el cual estará compuesto por el precio de la primera transmisión más una prima, o menos un descuento según lo pactado por ambas partes.



- Pagar la prima: aunque esta obligación se incluye en la readquisición de los títulos, se indica aparte, debido a que la prima es esencialmente la que motivó al reportador a proporcionar los fondos en el reporto, cuando el objeto del mismo fué servir como operación de crédito. Esta prima puede estar contenida en el precio al cual se retransmiten los títulos.
- Hacer provisión de fondos y rembolsar los gastos, como se indica en las obligaciones del reportador, este debe de ejecutar derechos por cuenta del reportado por encontrarse en posesión de los títulos. En algunos de estos derechos o circunstancias ocurridas en el plazo del reporto, el reportado debe hacer una provisión de fondos o para cubrir la ejecución de algún derecho y para cubrir los gastos incurridos por el reportador por motivo de la operación.

2.23.2. Del reportador.

Conservar los títulos: la conservación de los títulos no se refiere explícitamente a la conservación física de los mismos, sino mas bien, a lo que se podría llamar conservación jurídica, a sea por guardar el equivalente o por tomar las medidas que garanticen la posibilidad de adquirir otro tanto en el mercado para satisfacer en tiempo la obligación de retransmitirlos al reportado.

El reportado, por circunstancias especiales puede necesitar que le sean devueltos los mismos títulos que entregó al inicio de la operación, lo cual deberá indicarse al reportador en el momento de concretar la negociación y hacerlo constar en la boleta que documenta el reporto.

Ejercitar los derechos derivas de los títulos: durante el plazo del reporto puede cumplirse la fecha para ejercitar algunos derechos derivados de los títulos, como son: el pago de intereses, amortizaciones de capital, cobro de dividendos o ejercicio del voto en acciones.

Si bien, el reportador (quien otorga los fondos y adquiere los títulos) es



propietario de los títulos frente a terceros y derechos específicos de un título.

Retransmitir los títulos: Esta obligación es la esencia del contrato, que luego de haber adquirido los títulos mediante el pago de un precio, el reportador se obliga a retransmitirlos al reportado, contra la remuneración que se haya pactado.

2.23.3. Ejemplo de un reporto.

En la segunda semana del mes de enero de 1997 el banco G&T, se encontraba con necesidad de efectivo para cubrir su requerimiento de encaje.

Debido a la situación del mercado en esos días las operaciones de reporto estaban ofreciendo un rendimiento por arriba del 20 % anual.

Para Juan López este rendimiento, era superior al que le paga la empresa donde él había invertido su dinero, por lo cual acudió a su casa de bolsa y le solicitó que le invirtiera Q. 100,000.00 en una operación de reporto por 7 o más días. La Bolsa de Valores Nacional, S.A. la casa de bolsa que representaba al banco G&T y la casa de bolsa que representaba a Juan López, pactaron un reporto con las siguientes características.

Títulos reportados Certibonos, expresados en quetzales.

Valor nomina. Q.102,100.00

Primer precio. 97.943192948 %

Segundo precio 98.38460333 %

Monto reportado Q. 100,000.00

(Valor nominal por primer precio)

Plazo. 7 días.

Rendimiento. 23.50 % anual.



En la tarde del mismo día que se pactó el reporto, Juan López entregó a su casa de bolsa un cheque por Q. 100,000.00 y ésta a su vez, lo entregó a la otra casa de bolsa a cambio de los títulos Certibonos por un valor nominal de Q. 102,100.00 que le entregó el Banco G&T.

Durante 7 días el Banco utilizó los Q 100,000.00 para mantener su posición de encaje, mientras que Juan López, estaba respaldado no sólo con la promesa de pago que se dan en toda operación de crédito, sino además era propietario de los títulos, lo que le sirvió como garantía de su inversión. El reporto no terminó en esa fase ya que al vencimiento del mismo, se debería continuar con la liquidación.

Transcurridos los 7 días, se debió liquidar la segunda operación del reporto, en la cual Juan López transmitió de vuelta los títulos al Banco GyT a cambio que éste le pagase el dinero invertido en un inicio más el rendimiento generado de acuerdo a las condiciones pactadas.

Debido a que el reporto se interpreta también como dos operaciones de compra-venta, lo que se pacta en la boleta de la Bolsa son los precios de las dos operaciones.

Estos son los que se anotan como precio de compra y precio de recompra. En base a estos dos precios, se determina el rendimiento anualizado del Reporto.

2.24. Títulos de capital

Los títulos de capital de circulación en nuestro mercado, son las acciones comunes y las acciones preferentes emitidas por empresas privadas de plaza nacional; las acciones pueden ser definidas como títulos valores representativos de fracciones alícuotas en que se divide el capital social de una empresa.



Las empresas emiten acciones para lograr diferentes objetivos, entre los que se pueden mencionar el aumento del capital social de la empresa, o para la venta de la empresa o parte de ella a nuevos grupos de potenciales accionistas, también pueden ser emitidas con el fin de capitalizar las utilidades (dividendos) de la empresa. Esto último sucede cuando una empresa acuerda distribuir dividendos a sus accionistas por medio de nuevas acciones.

Sin embargo, quizás la principal razón que fundamenta una emisión de acciones para una empresa en marcha, es la necesidad de financiar algún proyecto de mejora o crecimiento de la misma empresa. Algún proyecto que por su naturaleza misma implique la construcción de un inmueble, o la compra de una planta en operación, o de equipo de alta tecnología para ensamblar nuevas líneas de producción.

“La razón más importante para optar por recursos mediante la emisión de acciones es el hecho de que este tipo de instrumento, al no ser un título representativo de una deuda u obligación, sino más bien de propiedad de una proporción de la empresa, representa la oportunidad de financiar grandes proyectos con recursos que no deben ser amortizados en el tiempo.”¹³

Por lo general, los grandes proyectos de mejora o incremento de la infraestructura productiva de las empresas, son proyectos que tardan un número importante de meses y hasta a veces años, para alcanzar los márgenes de productividad y de contribución esperados por la empresa. Las razones son diversas, por ejemplo hay que superar etapas de diseño, construcción e implementación. Una vez que el proyecto ha concluido la etapa preoperativa, comienza la labor de aprendizaje e instrumentación. Esto no siempre se logra con una fluida transición, sobre todo si se está migrando hacia tecnologías de mayor grado de avance, en comparación con la infraestructura actual de la empresa.

¹³ Sánchez Krieger, **Ob. Cit.** pág. 154.



En el caso de que sean nuevas líneas de producción, por lo general existe un plazo indefinido para ir logrando la aceptación en el mercado de los bienes finales, ir mejorando los canales de distribución en forma paralela, adaptando el mercadeo de estas nuevas líneas. En fin, la ecuación para determinar el grado de éxito de un proyecto de inversión resulta en extremo compleja por el gran número de variables que interactúan.

No es el objetivo de este trabajo, además, entrar en ese tipo de discusión. Sin embargo, lo que es importante rescatar de lo anterior, es el hecho de que siempre habrá incertidumbre asociada a los resultados de un proyecto de inversión. Por lo tanto, resulta interesante poder financiar proyectos en que la rentabilidad se comienza a generar en forma importante en las etapas de maduración, con capitales que no deban ser amortizados, y que la retribución a los contribuyentes (nuevos accionistas) sea mediante la redistribución de dividendos. Ello permite a las empresas hacer una mejor redistribución y administración de la carga financiera y los flujos de salida de efectivo asociados al proyecto.

Esta es, además, una de las principales razones por las que algunas empresas, con una administración agresiva de su estructura de capital, emite acciones para retirar pasivos.

A continuación se procede a enumerar y comentar algunas de las razones de las "Fuentes de Financiamiento", establece como ventajas para que las empresas opten por inscribir las acciones en bolsa:

- Mayor facilidad de crecimiento.
- Brinda mayor liquidez a los accionistas.
- Mayor valor de mercado de la acción.



- Democratización del capital.
- Se constituye en una constante presión para profesionalizar la administración de la empresa.
- Brinda una mejor imagen y mayor prestigio a la empresa.

La liquidez que existe en un mercado accionario desarrollado presenta oportunidades importantes de financiamiento a las empresas en crecimiento. Ello por cuanto es posible que las empresas opten por el mercado accionario de una Bolsa de Valores para financiar proyectos, en situaciones en que la empresa esté cercana a un tope de apalancamiento para sostener el equilibrio financiero, por ejemplo:

Un mercado de bolsa le permite a los accionistas contar con un mayor grado de liquidez, ya que cuando se presenta la necesidad de vender este tipo de título valor, muchas veces es difícil, aunque no imposible, llegar a una negociación en forma privada con otra persona, o grupo de personas.

No obstante, lo anterior tiende a ser ineficiente en términos del tiempo que toma ejecutar la transacción, y en muchos de los casos también en el precio al que se acuerda.

Los mercados accionarios brindan la ventaja de que concentran la mayor oferta y demanda de estos instrumentos que se perfilan dentro de los sistemas financieros. Al producirse una interacción oportuna de ambas fuerzas, se llega a precios de mercado, en niveles de equilibrio que ponderan muchos factores de análisis técnico sobre el valor y la situación de la empresa representada por el título accionario. Ello le permite al propietario de una empresa tener la seguridad de que la liquidez que obtenga sobre sus acciones obedecerá a un precio que responda a la realidad del mercado y a la realidad de la empresa.



Los mercados bursátiles permiten, además, una mayor democratización de la propiedad de las empresas. Esto es de particular importancia para empresas que se sienten amenazadas por una posible pérdida en el control gestional de la operación. Al colocar las acciones en un mercado profundo, son muchos los participantes que tienen oportunidad de adquirir parte del capital de la empresa. En contraste, una negociación de carácter privado por lo general tiende a concentrarse en pocos grupos empresariales, que a la postre podrían llegar a ejercer el control.

Por otra parte, las acciones cotizadas en los mercados activos corresponden a empresas amplias y constantemente analizadas por especialistas financieros, que buscan oportunidades de inversión para los clientes representados, y para ello deben conocer a profundidad el desempeño empresarial y las perspectivas hacia el futuro. Por lo tanto, las empresas que cotizan sus acciones en el mercado bursátil tienen un mayor grado de presión y responsabilidad ante sus accionistas, ya que el envío de señales equivocadas al mercado puede significar una drástica caída en el precio de estos instrumentos. Ello puede provocar no sólo un deterioro de la imagen general de la empresa, sino también una pérdida de capital para los propios poseedores de acciones de la empresa.

Los mercados accionarios, por lo general, combinan el análisis técnico del estado financiero y económico de las empresas, conjuntamente con las expectativas que alrededor de ellas surjan a raíz de eventos y acontecimientos relacionados con su operación. Por lo tanto, los mercados accionarios de una bolsa por lo general son muy susceptibles al manejo y administración que controle las empresas cotizadas. Esto, indudablemente, es una importante fuente de presión para las compañías, ya que un resultado no deseado para los accionistas puede significar un despido o la pérdida de confianza en su desempeño.

Finalmente, la última ventaja que señala el trabajo es que las empresas obtienen



más prestigio al cotizar sus acciones en Bolsa. Lo anterior puede ser resultado, en gran medida, del hecho de que una empresa que desee ofrecer públicamente sus acciones, debe pasar a ser además una información "pública". Lo anterior, simplemente quiere decir que la empresa deberá revelar, al mercado en general, su situación financiera presente y pasada, así como toda información relevante sobre su organización y procesos asociados a su rol de negocio; de forma tal que los distintos participantes del mercado puedan tomar decisiones oportunas de inversión.

Por lo tanto, el solo hecho de que la empresa haga un "full disclosure" o mantenga una posición de apertura total hacia el público, es causante de un mayor grado de confianza. Por otra parte, el uso de las acciones como mecanismo de financiamiento y capitalización es, por lo general, una clara señal de una orientación empresarial más agresiva.

Las empresas que abren su capital al público, son aquellas que están más orientadas al crecimiento y al desarrollo mismo de su negocio, en contraste con otras dispuestas a sacrificar lo anterior a cambio de mantener el control de la misma. Este es un caso que se presenta incontable en economías pequeñas que han pasado muchos años protegidas de la competencia internacional.

Adicionalmente, el uso de los títulos accionarios para el financiamiento de proyectos de mediano y largo plazos es una clara señal de que la empresa busca un adecuado equilibrio entre la fuente de financiamiento y las posibilidades de rentabilidad. Las empresas que optan por financiamiento de corto plazo para el desarrollo de proyectos de mayor plazo, no solo enfrentan muy altos riesgos de iliquidez y de tasa de interés, sino que, además, el alto costo administrativo asociado al control de los flujos de la deuda presenta, por lo general, un fuerte impacto en el desempeño mismo del proyecto, una vez en marcha.

En resumen, las empresas que optan por la cotización de sus acciones por



medio de un mercado de bolsa, dan una clara señal de buena planificación empresarial y financiera para el mediano y largo plazo. Esto, sin duda alguna, resulta reconfortante para los inversionistas potenciales.

2.25. Valoración financiera de las acciones preferentes.

Las acciones preferentes presentan algunas condiciones que hacen más sencillo el tratamiento para la evaluación financiera de estos títulos valores. Por ejemplo, al conocerse de antemano la tasa de retorno o dividendo preferente que pagará en forma constante, la determinación del precio del instrumento puede ser tratada financieramente como el valor presente de una perpetuidad. Lo anterior se logra al aplicar la siguiente fórmula:

$$P = \frac{D_p}{R}$$

Donde,

P es el precio o valor presente de la serie futura de dividendos preferentes.

Dp es el pago de dividendo preferente.

R es la tasa de rendimiento nominal aplicada para el descuento de los flujos.

Al existir algún grado de riesgo asociado a la posible quiebra de la empresa, o con respecto a la cesación de pagos de dividendos durante algunos períodos, se recomienda, por lo tanto, utilizar una tasa de descuento que incluya un premio adicional que compense estos tipos de riesgo.



El mercado financiero se caracteriza por experimentar fuertes variaciones en las tasas de interés, en ciclos que cada vez se tornan más y más cortos. A manera de ejemplo, durante el primer trimestre del 1993 las tasas de interés pasivas a seis meses se ubicaban por debajo de 15%, y alcanzaron el nivel más bajo en mucho tiempo. No obstante, tan sólo dos años después las tasas de interés promedio al mismo plazo superan casi 35%. Esto no sólo dificulta la labor de análisis y planificación financiera de los agentes del mercado, sino que, además, tiene una gran incidencia sobre los precios de las acciones.

Existen varias formas de valorar financieramente el precio de una acción en determinado momento.

El primer método tiene una aplicación general relativamente sencilla y se le conoce como el Modelo de Valoración de Dividendos (The Dividend Valuation Model).

Este modelo se basa en la función básica de valor presente de una serie de flujos, bajo la metodología del valor de dinero en el tiempo. La ecuación básica es la siguiente:

Donde,

P es el precio de la acción común, que resultará de la sumatoria del valor presente de cada uno de los dividendos esperados, descontados a la tasa de retorno esperada.

D_j es el dividendo esperado para el período j .

R es la tasa de descuento ajustada al riesgo del instrumento, en términos de futuros dividendos.

Como se comentó anteriormente, la rentabilidad en las acciones comunes depende tanto del pago de dividendos como de las ganancias o pérdidas de capital. Por



lo tanto, a simple vista uno podría intuir que este modelo no toma en cuenta para el análisis de precio las ganancias de capital. Para evaluar lo anterior, se puede partir del caso siguiente.

Se supone que un inversionista desea evaluar la compra de una acción, la cual desea vender en el mercado al cabo de un período de cuatro años de inversión. En este caso los flujos de efectivo de la inversión esperados estarían compuestos por una serie de cuatro pagos de dividendos, más el precio de venta de la acción al final del cuarto período. El cálculo del precio de la acción presentaría entonces el siguiente escenario:

La ganancia o pérdida de capital que se produzca en esta inversión resultará de la diferencia que exista entre el precio de compra original P y el precio de venta P_4 . Ahora bien, lo anterior pareciera ser contrario a lo que establece el modelo de valoración de dividendos, ya que la ecuación original no toma en cuenta el precio de venta.

No obstante, si se parte del hecho de que el precio futuro de la acción al final del año 4, dependerá de los flujos esperados de dividendos. Ello se podría representar matemáticamente de la siguiente manera:

Por lo tanto, ello lleva a volver a la expresión original de la fórmula del modelo de valoración de dividendos. Con esto se puede concluir que al tomar en cuenta el valor presente de la serie futura de dividendos esperados, éste modelo toma en cuenta en forma implícita, además, las ganancias de capital que se puedan producir entre el precio de compra y el precio futuro de venta.

Tal y como se comentó en las secciones anteriores, las acciones comunes son instrumentos que se pueden llamar de renta variable. Ello por cuanto los flujos de dividendos dependerán de los resultados de la empresa en el futuro, así como de las políticas de dividendos que se establezcan.



De ahí que este método presente algún grado de complejidad para los analistas ya que es difícil poder determinar el comportamiento futuro de flujos totalmente desconocidos.

Es por esta razón que las empresas, para obtener una valoración adecuada de sus acciones en el mercado, para maximizar el rendimiento de los accionistas (objetivo de toda administración financiera), resulta de particular importancia el mantener políticas consistentes para la distribución de utilidades, y evitar fuertes vaivenes en los resultados de la empresa.

No obstante lo anterior, y pese a lo difícil que resulta hacer ese tipo de estimaciones, existen algunos modelos para la determinación del comportamiento de los dividendos. El autor Robert W. Kolb hace una sencilla explicación de estos modelos. A continuación se describen los principales elementos alrededor de ellos.

Modelo de crecimiento constante.

La aplicación de este modelo se basa en un supuesto de que las firmas procuran una tasa de crecimiento para el pago de dividendos, y de esta manera mantener el valor de las acciones. Este es un supuesto, pues no siempre será cierto para cortos períodos, sobre todo en un mercado como el costarricense, donde existe una fuerte ciclicidad y las variaciones macroeconómicas tienden a ser muy severas. No obstante, si del análisis de las cifras de una empresa se puede llegar a una tasa de crecimiento constante g para el pago de dividendos, la determinación del valor de una acción, aplicando el método de valoración de dividendos puede resultar mucho más sencillo.

Lo anterior es fácil de lograr. Lo más importante es disponer de la información adecuada para un buen período, y mediante el uso de algunos sistemas de apoyo estadístico el analista puede fácilmente obtener esta tasa de crecimiento g .



Una vez que se dispone de esta tasa g de crecimiento constante, se puede decir entonces, que el pago de dividendos del siguiente período va a ser igual al pago del presente período más la tasa de crecimiento anual que corresponde. Expresando matemáticamente lo anterior, tendríamos lo siguiente:

Para los períodos subsiguientes, el valor del dividendo resultaría de la aplicación de la tasa de crecimiento g al número de períodos futuros. Esto permite generalizar la expresión, de la siguiente forma:

Donde, el dividendo en el año n será igual a la aplicación de la tasa de crecimiento anual g para el número de períodos n .

Este supuesto permite simplificar la expresión de la fórmula general del modelo de valoración de dividendos, a lo siguiente:

Donde R es la tasa de descuento determinada para el descuento de los flujos de la acción, D es el pago actual de dividendos y g es la tasa de crecimiento constante.

A manera de ejemplo, se puede suponer una empresa X que paga en la actualidad un dividendo de 150 centavos. Por medio del análisis de una serie histórica, se ha podido detectar que esta empresa crece, en promedio, a una tasa g del 6,50%. Como tasa de descuento para un instrumento accionario, se podría aplicar, además, un rendimiento de 35,50%.

A partir de la información anterior, se procede a calcular el valor de la acción:

Como resultado se obtiene un precio de 517,24 centavos que equivale al valor presente de los flujos futuros de dividendos que, se asume, crecerán a una tasa anual del 6,50%; descontados a una tasa del 35,50% anual.



"Este modelo resulta ser una aplicación simplificada de la realidad", ya que parte de varios supuestos que en la práctica son difíciles de llevar a empresas reales. Entre ellos se mencionan los siguientes:

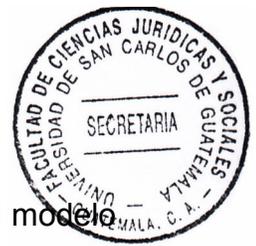
- Los dividendos crecen cada año a la tasa constante de crecimiento g .
- Los dividendos crecen indefinidamente a la tasa g .
- La tasa de crecimiento g nunca podrá ser mayor o igual a la tasa de descuento R . En caso contrario, la fórmula anterior arrojaría cifras sin ningún sentido práctico.

No obstante, el modelo no sólo sirve de punto de partida para otras aplicaciones, sino que, además, facilita enormemente el proceso de análisis de acciones, sobre las cuales no existirá certeza plena en cuanto al comportamiento futuro de los flujos.

Este modelo puede ser utilizado en forma complementaria con el de valoración de dividendos, para calcular el precio de acciones en las que se espera un comportamiento irregular en los flujos futuros.

Por ejemplo, a partir del análisis y la investigación, se puede determinar el comportamiento de los flujos esperados de dividendos en el mediano plazo (4 a 5 años), con mayor probabilidad de llegar a valores más representativos que los que el analista podría proyectar a largo plazo. No obstante, es importante recordar que el precio de la acción resultará del cálculo del valor presente de la serie futura de dividendos. Por lo tanto, es importante, además, poder llegar a determinar su "posible" comportamiento a mayores plazos. Al existir más incertidumbre asociada a ese tipo de análisis, se puede utilizar como herramienta el modelo anterior de crecimiento constante para el cálculo de los flujos, a partir del momento en el cual se hace más difícil el determinar valores precisos.

Esto se puede representar de la forma siguiente:



Hasta la expresión anterior, estaríamos solamente tomando en cuenta el modelo de valoración de dividendos, tal y como se apreció anteriormente. No obstante, cabe destacar que el precio P4 dependerá de los flujos esperados de dividendo, de ese momento en adelante. Es justamente en este punto en que se podría complementar el modelo anterior con el modelo de crecimiento constante de los dividendos. Esto se logra al determinar el precio P4 de la siguiente forma:

P4 depende entonces del crecimiento g que se determine para el pago de dividendos, a partir del período 5. La tasa de rendimiento (o descuento) R , deberá ser igual a la utilizada en la primera parte del modelo para guardar consistencia en el análisis.

A manera de ejemplo, se presenta el siguiente caso. En una empresa, luego de realizar un análisis exhaustivo de su estado financiero y económico de los últimos años, así como del entorno macroeconómico y empresarial que le espera para los próximos tres períodos, se tienen los siguientes dividendos esperados:

$D_1 = 8.00$ centavos

$D_2 = 9.75$ centavos

$D_3 = 11.25$ centavos

Asímismo, luego de hacer proyecciones sobre las series históricas de pago de dividendos de la empresa, se podría esperar una tasa de crecimiento constante de 11% a partir del año 4. Bajo las condiciones de mercado, el analista puede partir de una tasa R de 28,00%, para el descuento de los flujos de dividendo. Aplicando entonces los conceptos anteriores, podemos partir de la determinación de valor de la acción en el período 3, ya que justamente a partir de ese momento es que se espera un crecimiento constante en el pago de dividendos. Por lo tanto el valor de P3 sería el siguiente:



Ahora bien, conociendo el valor presente de la serie de crecimiento constante de dividendos, se puede aplicar el modelo de valoración de éstos. Ello se hace a continuación de la siguiente forma:

El precio de la acción, dados los supuestos anteriores, sería de 44,90 centavos.

A partir de lo anterior, se podría inducir a creer que la valoración de acciones es algo muy sencillo y simple desde el punto de vista de la matemática aplicada. Por ello, cabe aclarar que, en la valoración de acciones, el proceso más complejo estará relacionado con la determinación de valores futuros, o su comportamiento esperado, cuando no existe certeza plena.

Esto requiere de un alto grado de especialización y de seguimiento por parte de los analistas. En los mercados internacionales, se llega al grado de que la especialización de los agentes no sólo se limita a ser analistas del precio de acciones, sino que, además, se concentran en dar seguimiento a algún sector de la economía en particular, o incluso a algún grupo de empresas de un sector. Esto por cuanto se hace necesario que los analistas sepan interpretar todas las condiciones que enmarcan a la operación de la empresa, así como los eventos que día a día irán modificando las expectativas del mercado. Esto lleva a que los mercados experimenten una dinámica muy interesante, producto de un equilibrio llamativo entre el análisis y las expectativas del mercado.

Una vez que se aplican los modelos de proyección diseñados para el análisis de este tipo de instrumento, es más fácil llegar a un valor de mercado para la acción. Sin embargo, la aplicación adecuada de estos métodos de cálculo dependerá, casi exclusivamente, de la información que se utilice. Si la información es antojadiza, o resulta de un análisis superficial, como resultado se tendrá un valor que puede estar muy por arriba o muy por debajo de lo que dicta la realidad empresarial de la acción que se desea cotizar.



Por lo anterior, se recomienda que el analista no escatime esfuerzos a la hora de proyectar las cifras que utilizará al calcular el valor de una acción.

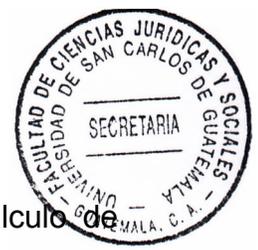
El papel de las utilidades de las empresas es fundamental para el análisis de acciones. Por lo general, existe una estrecha relación entre el comportamiento de las utilidades y el pago de dividendos. Tal y como se menciona anteriormente, las empresas consolidadas, que cotizan sus acciones en los mercados bursátiles, llevan un estricto control sobre el desempeño de la empresa y el consecuente pago de dividendos, ya que procuran evitar, en todo momento, que las acciones no bajen de valor, por el envío de señales equivocadas al mercado. También se comentó que las empresas que operan en mercados accionarios profundos buscan mantener la mayor consistencia posible en sus políticas para el pago de los dividendos.

En este contexto, el autor Robert W. Kolb nos recuerda que contablemente las utilidades de una empresa tienen tres posibles destinos. El primero de ellos es el pago de impuestos, por lo tanto, se podría decir que las utilidades netas de la empresa, en realidad tienen dos posibles destinos adicionales. Estos son el pago de dividendos, o bien, mantenerlos como parte del capital de la empresa como utilidades retenidas.

Algunas empresas que buscan mantener una valoración adecuada de sus instrumentos accionarios, emplean una política para el pago de dividendos conocida como de pago constante. Esto quiere decir que la empresa pagará una proporción fija de sus utilidades netas a los accionistas en forma de dividendo.

Esto puede representarse en forma matemática de la siguiente forma:

Donde, el dividendo D en el momento t va a ser igual a la aplicación del factor $(1 - b)$ a la utilidad neta U_t del período. Para la aplicación anterior, b es el porcentaje destinado por la empresa a utilidades retenidas.



A partir de la expresión anterior, se puede simplificar aun más el cálculo de precio de acciones utilizando el modelo de valoración de dividendos y el supuesto de una tasa de crecimiento constante g . La ecuación que representa este modelo se puede reexpresar, entonces, de la siguiente manera:

A partir de las fórmulas que se han descrito en la presente sección, se pueden sacar algunas relaciones interesantes con respecto al cálculo de precios de estos instrumentos.

Por ejemplo, partiendo de la fórmula anterior, se podría reorganizar para despejar la ecuación en función de la variable R (rendimiento esperado):

A la relación dividendo sobre precio se le conoce en los mercados accionarios como Rendimiento del Dividendo (dividend yield). Ello quiere decir que para aquellas acciones en las que la tasa de crecimiento es cero, la rentabilidad estará asociada, exclusivamente, a la tasa de pago de dividendos. Esto puede ser fácilmente demostrado utilizando la expresión original del modelo de valoración de dividendos.

La conclusión anterior nos llevaría a que el precio de la acción resulta del cálculo del valor presente de una perpetuidad. Por lo tanto, para aquellos casos en que se espere una tasa de crecimiento cero para el pago de dividendos, el tratamiento puede ser el mismo que se utiliza en la valoración de acciones preferentes.

Por otra parte, también se analizaba el caso de aquellas empresas que utilizan una política de pago constante de dividendos. En estos casos, la expresión anterior se puede reescribir de la siguiente forma:

Analizando la expresión anterior, también se podría llegar a la conclusión de que para los casos de empresas que no retienen utilidades ($b = 0$) y en las que se espera cero crecimiento para el pago de dividendos, su rendimiento va a resultar de la relación entre la utilidad neta por acción y el precio.



CAPÍTULO III

3. Riesgo.

3.1. Definición.

La contingencia o proximidad de un daño¹⁴. En sentido financiero el riesgo es conocido como la pérdida o la variabilidad de rendimiento en las inversiones. La misma ley obliga a las entidades financieras a que previo a otorgar un financiamiento deben realizar una investigación por varias vías a cerca de la capacidad de pago del deudor.

La Administración del Riesgo se presenta como una herramienta útil, imprescindible a nivel de inversión, para poder obtener una rentabilidad en las operaciones de giro bancario y empresarial.

3.2. Calificadoras de riesgo.

La calificación de valores tuvo su origen a finales del siglo pasado en Estados Unidos con la consolidación de un sistema de información crediticia que era utilizado por inversionistas e instituciones financieras de ese país.

A comienzos del siglo pasado, con el desarrollo de la industria ferroviaria y con la importancia que obtuvo la emisión de bonos para su financiamiento, se crearon nuevas empresas calificadoras para estudiar la calidad de estos instrumentos. Sobre la base de estas circunstancias varias de las firmas hoy más importantes en los Estados Unidos, dieron sus primeros pasos en el campo de la evaluación de riesgo. En efecto *Poor's Publishing Co.* publicó su primera calificación en 1916, *Standard Statistics Bureau* inicia operaciones en 1922 y *Fitch Publishing Co.* lo hizo en 1924¹⁵.

¹⁴ **Diccionario de la Real Academia Española**, pág. 1190.

¹⁵ Sanchez Krieger, Adriana, “**Calificadoras de Riesgo**”, pág. 75.



Sólo hasta 1972 se funda la primera agencia calificadora por fuera de los Estados Unidos: *Canadian Bond Rating Services* en Montreal, Canadá. En Japón esta labor se inicia en 1979 con la conversión del servicio de información sobre bonos del diario *Nikon Keizai Shimbun* en una sociedad de esta naturaleza. En Europa la primera de estas firmas surgió en España en 1985: *Renta 4 S.A.*

En América Latina la primera calificadora de valores se autorizó en Chile en 1988 y el segundo país de la región en donde se constituyó fué en México, en enero de 1990.

3.3. ¿Qué es una calificadora de riesgo?

Las Sociedades Calificadoras de Valores son compañías especializadas que se dedican fundamentalmente a analizar las emisiones de renta fija, con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última.

La calificación de valores se originó en los Estados Unidos hacia finales del siglo XIX, en donde se había desarrollado un sistema de información crediticia que era utilizado por inversionistas e instituciones financieras. A principios del siglo XX, con el desarrollo de la industria ferroviaria, las empresas de ese sector se convirtieron en las principales emisoras de obligaciones (bonos), hecho que dio pie a la creación de otras empresas dedicadas a estudiar la calidad de dichos instrumentos. En la medida en que el mercado se desarrollaba y la oferta de instrumentos crecía, las agencias calificadoras evolucionaban también, calificando todo tipo de emisiones ofrecidas en el mercado doméstico e internacional.

La calificación es una opinión de una entidad independiente especializada en estudios de riesgo, sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos. De esta manera las sociedades calificadoras de valores promueven la eficiencia y estabilidad en el



mercado de valores. La evaluación se realiza sobre la capacidad de la entidad emisora de cumplir puntualmente los compromisos financieros derivados de la emisión. Cabe señalar que tal opinión se concibe sobre la calidad crediticia de la deuda de un emisor más no de la empresa y no puede interpretarse como una garantía de pago.

La evaluación del riesgo crediticio se basa en el análisis de la interrelación de los elementos tanto cualitativos como cuantitativos que mayormente afectan o pueden afectar el cumplimiento de los compromisos financieros adquiridos por un emisor. Entre los cualitativos se encuentran factores tales como: entorno macroeconómico, sector en que desarrolla su actividad, posición competitiva a nivel nacional e internacional, planes y estrategias, calidad de la administración, innovaciones tecnológicas, oportunidades de mercado y políticas de control y auditoría. La calificación también implica el análisis cualitativo que evalúa aspectos contables, financieros, de mercado, proyecciones, flujos de ingresos y egresos, productividad, proveedores, clientes, entre otros.

En 1919 la actividad de calificación de riesgos ya cubría desde los Estados Unidos deudas soberanas de países como Francia, Gran Bretaña, Italia, Japón, y la República China. En la actualidad, existe un grado de cubrimiento global que ejercen las tres principales agencias calificadoras, las cuales están asignando calificaciones a todo tipo de emisiones privadas, públicas, soberanas, etc. en los mercados de capitales desarrollados y emergentes. Las tres calificadoras mencionadas son: FitchRatings, Moody's y Standard and Poor's. La popularidad y aceptación de las calificaciones por parte del público llevaron a otros países a adoptar el sistema de calificación de riesgos.

En algunos de ellos el sistema se adoptó por iniciativa de empresarios particulares atendiendo las necesidades del mercado, mientras que en otros se hizo por vía legislativa.

Las calificadoras de riesgo crediticio han sido fundamentales en el desarrollo de los mercados de capitales y en la promoción de la transparencia de la información y la



cultura de la medición del riesgo. En el caso de las compañías que se someten a un proceso de calificación, éstas pueden ampliar la flexibilidad en sus fuentes de financiación, tener mayor acceso a los mercados de capitales, reducir sus costos de endeudamiento, mejorar la relación con proveedores, entre otras.

La calificación de riesgo ofrece grandes ventajas para el desarrollo del mercado de valores, entre las que se cuentan:

- Contribuye a una mayor transparencia y uso de la información en el mercado de títulos de deuda.
- Se crea una cultura de riesgo en la inversión diferente a la rentabilidad y a la liquidez.
- Brinda una mayor eficiencia al mercado al posibilitarse fijar la rentabilidad de los títulos en función del riesgo implícito de los mismos.
- Facilita a los inversionistas institucionales diseñar portafolios de inversión balanceados de acuerdo con el riesgo.
- Permite a los inversionistas involucrar fácilmente el factor riesgo en la toma de decisiones y tener un parámetro de comparación del mismo entre alternativas similares de inversión. Dicha posibilidad es aún más importante cuando al mercado acuden un gran número de emisores y por ello, los inversionistas se encuentran en una virtual imposibilidad física de analizar pormenorizadamente a cada uno de ellos.
- Posibilita la ampliación del número de emisores e inversionistas que acuden al mercado público. En efecto, un emisor que no ha acudido al mercado por temor a no colocar sus títulos o a tener que pagar un alto rendimiento para poder hacerlo, al resultar bien calificado puede obtener mejores condiciones financieras para la financiación a través de oferta pública de nuevos títulos o para la consecución de



otro tipo de crédito, al paso que mejora la proyección de la imagen de la empresa

favoreciendo su posición competitiva.

- Al concientizarse el inversionista sobre los riesgos que asume al comprar un valor, se elimina la concepción equívoca que existe en el mercado público de valores de algunos países sobre la garantía implícita que el Estado brinda a una emisión.

3.4. Clases de riesgos.

Las nomenclaturas jerarquizan los riesgos de menor a mayor. Así el esquema de notación de uso más común a nivel internacional (para deuda de largo plazo) comienza asignando una calificación AAA a los títulos de menor riesgo, hasta llegar a D, que corresponde a los valores con mayor probabilidad de incumplimiento de los pagos en las condiciones pactadas. Las emisiones clasificadas en las más altas categorías como son AAA, AA, A, BBB, son reconocidas como "grado de inversión"; es decir aquellas supuestamente elegibles para un inversionista cauto por ser las de menor riesgo.

3.4.1. Riesgo financiero.

En términos financieros, implica "pérdida de valor económico, peligro de pérdida o la variabilidad de rendimiento, en tal sentido, estos componentes del riesgo, se refieren al peligro de perder parcial o totalmente la inversión, o que los rendimientos reales de esta, difieran de los previstos"¹⁶.

Los conceptos fundamentales del riesgo son: la predicción de los sucesos y la medición del riesgo por lo que la forma de minimizar el riesgo es la diversificación, combinación y/o traslado del mismo.

¹⁶ Van Horne, James, Standard & Poors, "Criterios Globales de Calificación", 1997, pág. 345.



Una premisa básica de la administración financiera establece que hay una relación entre riesgo y rendimiento, así, en inversiones con alto grado de riesgo mayor rendimiento, y las con menor riesgo menos rentabilidad.

Para su análisis, el riesgo se ha dividido en los siguientes componentes:

1. Económico: Comprende las políticas adoptadas por el gobierno del país y los del exterior, sobre la producción, comercialización, disposiciones monetarias, arancelarias, etc., que tienen efecto en:
 - Exportaciones
 - Importaciones
 - Inflación
 - Tipo de cambio
 - Tasa de interés

2. Político: Es la implantación por parte de un gobierno de regulaciones que pueden dar lugar a la interrupción de las operaciones de la empresa y los conflictos sociales, entre los que se pueden señalar:
 - Confiscación
 - Expropiación
 - Nacionalización
 - Sabotaje
 - Gobiernos inestables

3. Comercial: Es el riesgo en el proceso de compra, venta y distribución de mercancías del productor al consumidor, por ejemplo:



- La competencia
- Tratados de libre comercio
- Formación de bloques comerciales
- Globalización
- Aranceles

4. De operación: Consiste en los factores característicos de una industria que introduce incertidumbre en la operación de la empresa, porque aumentan la variabilidad de los ingresos provenientes del proyecto y la posibilidad de que las utilidades previstas para una inversión no se lleguen a obtener, entre los cuales se pueden mencionar:

- Costo y disponibilidad de materiales
- Utilización de activos
- Colocación de acciones preferentes

“El riesgo financiero es la oportunidad de perder y la variabilidad en el rendimiento para los propietarios, que se origina por las fuentes de fondos de la empresa (apalancamiento financiero), es decir, el riesgo de cumplir con el pago de intereses, dividendos y reembolsos de los préstamos y obligaciones financieras”¹⁷

3.4.2. Del riesgo emisor y del riesgo soberano.

De la calificación de riesgo crediticio de una entidad hace parte el riesgo país o riesgo económico, que es la consideración del ambiente económico de negocios y social en donde opera el emisor. El anterior elemento es muy importante también en la determinación del riesgo soberano. El último se identifica con el grado y la forma en que las acciones del gobierno pueden afectar, directa o indirectamente, la habilidad de un deudor para utilizar los fondos disponibles y cumplir con sus obligaciones de deuda en

¹⁷ *Ibid*, pág. 356



moneda extranjera. Esta disposición se ve abocada a modificaciones ante la dificultad de las autoridades oficiales de poder cumplir en forma oportuna parcial o totalmente con los compromisos financieros con el exterior.

Es de tener en cuenta que la calificación del riesgo soberano depende también del grado de integración del país al sistema financiero internacional y de la tradición de cumplimiento oportuno de sus obligaciones financieras externas.

A menudo la calificación de riesgo soberano equivale a la mayor confianza que se puede tener en la calidad de los títulos valores de un país y se asocia a la capacidad, voluntad y tradición del gobierno de cumplir puntualmente con su propia deuda externa y con la que él garantiza.

Dicha puntualidad, teniendo en cuenta la complejidad de los elementos de los que depende, es muy representativa de la efectividad de las políticas económicas que aplican las autoridades y de la fortaleza del sistema económico para sostenerse más allá del mediano plazo. En estas circunstancias el riesgo soberano es reducido.

Es de señalar que el aspecto de la voluntad de pago tiene menor importancia en la evaluación de las empresas particulares, debido a que tienen una capacidad legal limitada mientras, que los gobiernos pueden dejar de pagar las obligaciones por razones políticas, aunque tengan la disponibilidad financiera para cumplirlas en su momento.

Por último es de agregar, que frente a la deuda soberana en moneda nacional, la capacidad y voluntad de un gobierno de cumplir sus obligaciones esta apoyada en su poder impositivo y en su control sobre el sistema financiero nacional, lo que potencialmente le permitiría un acceso ilimitado a los recursos en moneda nacional. En la evaluación de este asunto inciden las variables fiscales y monetarias. De otra parte, para el cumplimiento de la deuda pública pactada en moneda extranjera se deben



asegurar divisas, lo cuál exige tener en cuenta la interacción de tales políticas con las que atañen a la evolución de la balanza de pagos, así como el impacto de las dos primeras en el crecimiento de la deuda externa oficial.

3.5. Escala de calificación.

Por último es de agregar que la opinión emitida por las Sociedades Calificadoras de Riesgo, se orienta a distinguir entre dos grados:

- De inversión: Se considera que la emisión no representa mayores riesgos de incumplimiento.
- Especulativo: Se presentan factores de riesgo que podrían llevar al incumplimiento en el pago de intereses o del capital.

Los grados y categorías se aplican tanto para las obligaciones de corto vencimiento (menos de un año) como para de las de mayor plazo. Las primeras incluyen papeles comerciales, certificados de depósito a término, etc. En este tipo de emisiones es más relevante la liquidez del emisor, que tiene en cuenta además de los flujos de caja operacionales, otras fuentes de dinero efectivo.

Por su parte, en la de largo plazo se incluyen papeles como los bonos con duración igual o superior a un año. Aquí se tienen en cuenta factores tales como: la capacidad de crecimiento de las entidades emisoras, su rentabilidad frente al activo y al patrimonio sus posibilidades de mantenerse en el mercado, entre otros.

3.6. Factores determinantes de una calificación.

Es fundamental entender que el proceso de calificación de un riesgo crediticio no se puede limitar al análisis de unas cuantas razones financieras. En la calificación de



riesgo de DUFF & PHELPS no existen fórmulas o ecuaciones preestablecidas que conduzcan a una determinada calificación. La determinación de una evaluación de riesgo crediticio es un asunto de juicio basado en el análisis cualitativo y cuantitativo que cambia de acuerdo con el ambiente económico de cada industria o sector y, dentro de cada uno de éstos, varía para cada empresa de acuerdo con su desempeño particular y su propia cultura empresarial.

A pesar de que algunos métodos cuantitativos son utilizados para determinar ciertos factores de riesgo, la calificación de un riesgo crediticio es de naturaleza cualitativa. El uso de los análisis cuantitativos permite llegar al mejor juicio cualitativo posible, toda vez que una calificación de riesgo es una opinión.

3.7. Análisis cuantitativo.

Dentro de este campo se contempla un exhaustivo análisis de los estados financieros y de flujos de efectivos sobre bases históricas. De este se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias anteriores frente a sus competidores, acreedores y la productividad del patrimonio.

El análisis histórico constituye la base sobre la que se evalúan los pronósticos de la compañía. La tendencia en las razones financieras y de las principales variables permite darle credibilidad a las proyecciones presentadas. No obstante, el comportamiento pasado no se puede tomar como prólogo de lo que será el comportamiento futuro y, por lo tanto, la proyección futura no está garantizada ni se puede complementar hasta no realizar un considerable esfuerzo para estimar las condiciones potenciales de la entidad emisora.

3.8. Análisis cualitativo.

Una calificación de riesgo de una emisión no se puede otorgar basándose



exclusivamente en análisis financieros, toda vez que éstos no reflejan a cabalidad la circunstancia específica y el potencial de las empresas. Es por eso que el análisis cuantitativo debe ser complementado con aspectos cualitativos, con el fin de llegar a una correcta calificación. Entre los aspectos cualitativos que se consideran y que pueden llegar a influir en la capacidad de pago oportuno de una emisión, están: calidad de la administración, planes y estrategias, oportunidades de mercado, investigación y desarrollo de nuevos productos, ciclos de vida de productos, recursos humanos, políticas de control, auditoría y aspectos fiscales.

El proceso de calificación de DUFF & PHELPS implica una considerable interacción con los funcionarios de las compañías emisoras, con el fin de conocer con mayor profundidad sus fortalezas y debilidades. Se realizan presentaciones a funcionarios de DUFF & PHELPS, visitas a las instalaciones de las empresas emisoras, entrevistas personales y consultas permanentes para mantener continuidad en el conocimiento y desarrollo de la empresa y de la emisión.

Para DUFF & PHELPS, una de las formas más transparentes para conocer la capacidad de pago de una emisión es comprender la filosofía y la situación de la administración de los negocios. Por ello le otorga una importancia sobresaliente al diálogo y al contacto directo con sus administradores.

¿Cuán importantes son las calificaciones?

Como ejemplo, supongamos que alguna de las principales agencias calificadoras (Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's reduce la calificación de riesgo de algún país, debido a que su gobierno está gastando mucho más de lo esperado para lograr su objetivo de crecimiento económico. En los mercados internacionales comienza a observarse una gran venta de su moneda. Ese dinero se orienta a la compra de euros elevando su precio.



Los analistas coinciden en que si otra agencia internacional se sumara a la visión de la calificadora, la moneda de ese supuesto país se devaluaría aún más.

En otro supuesto, tendríamos que se está analizando la posibilidad de subir la calificación de riesgo de otro país, dándole de esta manera un voto de confianza a los últimos cambios realizados en la economía. De esta manera la tasa de interés que paga el gobierno para financiarse sería menor y posibilitaría conseguir una mayor cantidad de divisas.

Se produce entonces un shock de confianza que hace subir a la bolsa de ese supuesto país en forma ininterrumpida mostrando los mejores comportamientos con respecto a datos históricos.

Los ejemplos anteriores se refieren a otros países. Debe entenderse que si son tan importantes tanto para empresas como para gobiernos, quien como pequeño inversionista no puede dejar de prestarles atención y debe utilizarlas como una herramienta indispensable a la hora de tomar decisiones.

¿Por qué se ve beneficiado? No todos los fondos tienen una calificación de riesgo internacional. Algunos se limitan a contratar una calificadora más barata como para salir del paso. Quien debe mirar el que calificó.

También se da que si el patrimonio del fondo no es muy grande el costo de la calificación es demasiado alto como para asumirlo. Quien ya tiene que prestar un poco más de atención y buscar las razones de este bajo patrimonio.

Quizás sea algo momentáneo y está en los planes futuros pedir la calificación. Pero tal vez esa opción no aparece. Si esto último es lo que ocurre, el fondo debe ofrecer mayor rentabilidad para que compense en cierta manera esa falta de información objetiva.



Habitúese a pedir este dato ya que no es menor como argumento de decisión hay dos fondos que han dado en los últimos tiempos aproximadamente la misma rentabilidad, pero uno tiene mejor calificación de riesgo que otro, es claro cual tiene que ser el resultado de su elección.

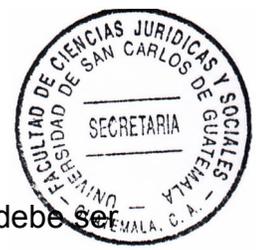
3.9. El riesgo dentro del ordenamiento jurídico guatemalteco.

En nuestra legislación la Ley de Bancos y Grupos Financieros, Decreto 19-2002 del Congreso de la República en sus Artículos 50 al 58 establece lo relativo al tema que nos ocupa, por lo que a continuación se comentan:

“El Artículo 50, establece que: Los bancos, antes de conceder financiamiento, deben cerciorarse razonablemente que los solicitantes tengan capacidad financiera, es decir, capacidad de poder atender el pago oportuno de sus obligaciones dentro del plazo del contrato. Esto se demostrara haciendo un seguimiento adecuado a la evolución de la capacidad de pago del deudor o deudores durante la vigencia del financiamiento.

El Artículo 51, establece que dichos créditos deberán estar respaldados por una adecuada garantía fiduciaria, hipotecaria, prendaria, o una combinación de estas, u otras garantías mobiliarias, de conformidad con la ley. También indica que los créditos sujetos a garantía real no podrán exceder de setenta por ciento del valor de las garantías prendarias, ni del ochenta por ciento (80%) del valor de las garantías hipotecarias.

Así mismo, en el Artículo 52, se da facultad a la Superintendencia de Bancos con el fin de que, cuando lo estime necesario, evalúe la capacidad de pago de los deudores, para cuyo efecto el banco deberá poner a disposición de la misma la información y toda la documentación que esta le requiera.



La ley de bancos y grupos financieros además indica que toda prórroga debe ser expresa, no puede entenderse prorrogado un crédito por el simple “no hacer”, ni por el hecho de recibir abonos al capital o intereses vencidos.

Inclusive, según el Artículo 53, la Superintendencia de Bancos tiene la facultad de ordenar la constitución de reservas o provisiones especiales cuando existan factores de riesgo que lo requieran.

El Artículo 55, preceptúa que los bancos y las empresas que integran grupos financieros deberán contar con procesos integrales que incluyan, según el caso, la administración de riesgos de crédito, de mercado, de tasas de interés, de liquidez, cambiario, de transferencia, operacional y otros a que estén expuestos, que contengan sistemas de información y un comité de gestión de riesgos, todo ello con el propósito de identificar, medir, monitorear, controlar y prevenir los riesgos. Es importante notar que una disposición empresarial, establecida para mejorar el rendimiento de una Empresa, se ha insertado en nuestra Ley de Bancos y Grupos Financieros como obligatoria, toda vez que dicha ley protege al usuario de servicios financieros. El Estado también protege a los cuentahabientes, tomando en cuenta las tristes experiencias del pasado y en el Artículo 57 hace referencia que los bancos deben tener un control interno adecuado a la naturaleza y escala de sus negocios, que incluya disposiciones claras para la delegación de autoridad y responsabilidad”.

3.9. Sistema de información de riesgos.

Asimismo, la Superintendencia de Bancos ha implementado, por imperativo legal un sistema de información de riesgos, obligando a los grupos financieros a proporcionar información para su supervisión financiera. A este sistema tendrán acceso los bancos y grupos financieros y otras entidades financieras que a solicitud de la Superintendencia de Bancos apruebe la Junta Monetaria.



CONCLUSIONES

1. Los títulos de crédito surgen en nuestra legislación, como resultado lógico de la evolución del comercio y tienen por objeto satisfacer las necesidades de la circulación económica, ayudando al desenvolvimiento del crédito como factor fundamental de la actividad comercial.
2. Los créditos calificados de riesgo surgen dentro de nuestro ordenamiento legal, ante la imperiosa necesidad de salvaguardar intereses económicos, proporcionando seguridad jurídica a las operaciones bursátiles.
3. Las Bolsas ofrecen al público y a sus miembros las facilidades, mecanismos e instrumentos técnicos que facilitan la negociación de títulos, valores susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta.
4. Dependiendo del momento en que un título ingresa a la Bolsa de Valores, estas negociaciones se transarían en el mercado primario o en el mercado secundario.
5. Las principales funciones de las Bolsas de Valores comprenden el proporcionar a los participantes información veraz, objetiva, completa y permanente de los valores y las empresas inscritas en la Bolsa, sus emisiones y las operaciones que en ella se realicen, así como supervisar todas sus actividades, en cuanto al estricto apego a las regulaciones vigentes.





RECOMENDACIONES

1. Las empresas calificadoras de riesgo deben facilitar a los inversionistas formarse criterio acerca de la rentabilidad o posibles ganancias de la inversión realizar.
2. Los beneficios de las empresas calificadoras de riesgo, no deben ser solo para el inversionista, sino también debe favorecer a la empresa, pues de esta forma atraerá más clientes que busquen sus criterios para realizar una mejor inversión.
3. Los inversionistas se deben auxiliarse de las empresas calificadoras de riesgo para realizar sus inversiones.
4. Las empresas calificadoras de riesgo deben hacer el estudio correcto para dar a conocer al inversionista las ganancias de la inversión que van a realizar.
5. Nuestra legislación mercantil, es limitada sobre aspectos objeto del presente trabajo, pues si bien es cierto la tendencia del Código de Comercio de Guatemala es moderna en la mayoría de los aspectos, la autora percibe la necesidad de utilizar, los procedimientos adecuados para que se amplíe la ley al respecto, con el objeto que responda a las actuales necesidades de los inversionistas.





BIBLIOGRAFÍA

BOLSA DE VALORES NACIONAL, S.A., <http://www.bvnsa.com.gt> (18 de noviembre de 2005).

CABANELLAS, Guillermo. **Diccionario de derecho usual**. 11ª. Ed. Tomo I, Buenos Aires, Argentina, ed. Heliasta, S.R.L. 1976.

CALIFICADORAS DE RIESGO, <http://monografias.com> (18 de noviembre de 2005).

CALIFICADORAS DE RIESGO DE VENEZUELA, <http://www.riesgobanca.ve> (18 de noviembre de 2005).

FARACO F., Francisco J. **Calificadora de riegos**. (s.l.i), (s.e), (s.f.).

INTENDENCIA DE VALORES DE BOLIVIA. **Todo lo que usted debe saber acerca de mercado de valores**. (s.l.i), (s.e), (s.f.).

PALOMAR DE, Miguel. **Derecho mercantil**. (s.l.i), (s.e), (s.f.).

SÁNCHEZ KRIEGER, Adriana. **Calificadora de riesgos**. (s.l.i), Publicado por FES Valores, Sociedad Comisionista de Bolsa, 1995.

VAN HORME, James. **Criterios globales de calificación**. Standard & Poors. América Latina, Calificaciones soberanas, (s.l.i), (s.e), 1997.

VÁSQUEZ DÁVILA, Diana Lucina, **Situación actual de la bolsa de valores y la necesidad de su regulación**. Guatemala, Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de San Carlos de Guatemala, 1992.

VILLEGAS LARA, René Arturo. **Derecho mercantil guatemalteco**, 4ª. ed. Tomo II, Guatemala, ed. Universitaria, Universidad de San Carlos de Guatemala, edición 1999.

Legislación:

Constitución Política de la República de Guatemala. Asamblea Nacional Constituyente, 1986.

Código de Comercio de Guatemala. Decreto 2-70 del Congreso de la República de Guatemala.

Ley de Banco y Grupos Financieros. Decreto 19-2002 del Congreso de la República de Guatemala.



Ley de Valores y Mercancías. Decreto 34-2002 del Congreso de la República de Guatemala.