

ACERCA DE LA NECESIDAD DE  
RESTRINGIR LA CIRCULACIÓN  
DE LOS TÍTULOS-VALORES AL PORTADOR\*

Recibido: jul. 4/2006  
Aprobado: jul. 17/2006

**JUAN DANIEL MELO PARRA\*\***

---

\* El presente escrito se realizó con ocasión de un estudio de Derecho Comparado relativo al régimen de la autonomía y circulación de los títulos-valores en el Proyecto INTAL, el *Uniform Commercial Code*, la Ley Uniforme de Ginebra y el Código de Comercio colombiano, el cual sirvió como trabajo de grado. Agradezco la amable colaboración del profesor José Alpiniano García Muñoz durante el desarrollo de la investigación y la realización del presente artículo.

\*\* Abogado, Universidad de La Sabana, Bogotá. Actualmente se encuentra vinculado con la firma Salazar, Pardo & Asociados S.A. [jdmelo@hotmail.com](mailto:jdmelo@hotmail.com)



JUAN DANIEL MELO PARRA



## RESUMEN

La circulación, en sí misma, hace parte de la esencia de los títulos-valores, y tal como se puede comprobar con la presente investigación, no parece tener sentido que sea restringida en aras de la protección a los particulares contra el aumento “arbitrario y peligroso” de la circulación fiduciaria de un determinado mercado. En efecto, en el mercado pueden circular tantos títulos-valores como sea imaginable, toda vez que exista un patrimonio suficiente que los respalde.

**Palabras clave:** Título-valor, circulación fiduciaria, medios fiduciarios, inflación, agregados monetarios.

## ABSTRACT

### ON THE NECESSITY OF RESTRICTING THE CIRCULATION OF BEARER DOCUMENTS OF TITLE

As it was clearly stated in this study, circulation is essential for every document of title, and the legal restriction against it, supposedly based on the protection of individuals against a gross rise on fiduciary circulation, has no valid reason to be sustained. On the contrary, there can be as many documents of title as possible in any given trading market, just as long as those documents are backed by a solid capital.

**Key words:** Document of title, fiduciary circulation, fiduciary instruments,

inflation, monetary aggregates.

## INTRODUCCIÓN

Los títulos-valores al portador, a diferencia de los títulos-valores a la orden y nominativos, circulan muy velozmente, puesto que para endosarlos se requiere únicamente de la mera entrega del documento, mientras que los otros dos tipos de título-valor requieren de un trámite un tanto más complejo. Sin embargo, nuestra legislación consagra expresamente la prohibición de hacer circular los títulos-valores al portador en ausencia de una autorización legal expresa de por medio, al mismo tiempo que las otras dos clases de títulos no requieren dicha autorización, de acuerdo con la legislación actual.

En efecto, de acuerdo con el artículo 669 de nuestro Código de Comercio, “Los títulos al portador sólo podrán expedirse en los casos expresamente autorizados por la ley”. Inmediatamente después, el artículo 670 *ibidem* dispone lo que sigue: “Los títulos creados en contravención a lo dispuesto en el artículo anterior, no producirán efectos como títulos-valores.” Resulta curioso que en ninguno de los principales reglamentos de títulos-valores en el mundo, siendo éstos el *Uniform Commercial Code* (en adelante UCC), la Ley Uniforme de Ginebra (en adelante LUG) y el Proyecto INTAL, se establezca una prohibición semejante a la colombiana para ningún tipo de título-valor, de modo que parece preciso estudiar la causa de la existencia

exclusiva de esta restricción en nuestra legislación, a la vez que se debe analizar la necesidad o no de la misma.

Por consiguiente, en primer lugar se abordarán los motivos legislativos que llevaron a la comisión redactora del Código de Comercio colombiano a consignar la norma en cuestión en tal cuerpo normativo, analizándolos a fondo; acto seguido, se estudiarán los conceptos económicos de circulación fiduciaria, medio fiduciario, inflación y agregado monetario, en lo atinente a la relación del tema tratado en el presente escrito; y por último se llegará a la conclusión de que la restricción a la circulación de los títulos-valores al portador en la legislación colombiana es tanto irrelevante como innecesaria.

## 1. MOTIVOS LEGISLATIVOS

Con el fin de averiguar si realmente existen razones que justifiquen la taxatividad de la expedición de títulos-valores al portador en la legislación colombiana, resulta indispensable indagar sobre la intención del legislador al redactar el artículo 669 del Código de Comercio colombiano que impone tal restricción, que consiste, como ya se dijo, en la exclusiva expedición de esta clase de títulos-valores en los casos previstos expresamente en la ley.

La comisión nombrada para la revisión del proyecto en el año de 1970, dijo:

“En los títulos al portador (sic) llega a su

máximo la fuerza legitimadora de los mismos, en cuanto a cualquier tenedor está legitimado por la mera tenencia del título [...] El Proyecto ha restringido la creación libre de títulos al portador que contengan obligaciones de pagar dinero, para evitar que los particulares, en forma arbitraria y peligrosa, aumenten la circulación fiduciaria del país, mediante la emisión de títulos valores al portador que incorporen la promesa de pagar dinero” (VV.AA, 1970: 23).

### 1.1. CIRCULACIÓN FIDUCIARIA

¿Qué estaba pensando la comisión revisora cuando impuso tal restricción? Para saberlo es necesario esclarecer a qué se refiere la comisión con el término circulación fiduciaria. En primer lugar, se ha de advertir que se trata de un concepto que se refiere a la circulación de lo que los expertos en moneda han denominado medios fiduciarios, los cuales, de acuerdo con el abogado y economista Ludwig von Mises, consisten en “créditos por cantidades ciertas, pagaderos y cobrables a la vista, contra deudores cuya solvencia y buena voluntad sean indudables” (MISES, 1995: 518).

Estos medios fiduciarios son considerados como sustitutos monetarios, dada su capacidad de remplazar el dinero en razón de la liquidez que proporcionan, procurando los mismos servicios que el dinero, siempre y cuando aquellos con quienes se pretende comerciar tengan

conocimiento de ciertas circunstancias esenciales de tales créditos como “vencimiento instantáneo [...], solvencia y buena fe absoluta por parte del deudor” (MISES, 1995: 518).

Dicen los expertos, que solvencia “*is the condition in which (someone) has sufficient assets to cover all claims of creditors on the assets. (It) answers the question, Will (anyone) be able to pay off (his) debts as they come due?*” (BRIGHMAN, 2005: 165). En términos jurídicos significa que una persona dispone del patrimonio suficiente para respaldar sus deudas. Así las cosas, mientras las personas adquieran deudas inferiores a su patrimonio, serán solventes porque pueden cumplir adecuadamente según las expectativas de sus acreedores sin que lo determinante sea la cantidad de medios fiduciarios que estén circulando en el mercado, sino el respaldo de las deudas en un patrimonio adecuado.

Sin embargo, no todos los medios fiduciarios que circulan en el mercado equivalen a un monto igual o inferior al patrimonio que los respalda. Ocurre, en muchas ocasiones, que aquéllos son superiores a éste. Tal circunstancia, en el tráfico comercial diario, no siempre es fácil conocerla, dado que dicha información está contenida en los balances de la entidad deudora, y si bien es cierto que se puede conseguir, puede resultar engorroso consultarla, dada la agilidad y rapidez que exige el desarrollo de los negocios. El acreedor que recibe

un medio fiduciario lo hace, entonces, obrando en un acto de fe, ya que no tiene total certeza sobre la solvencia de su deudor ni tiempo para cerciorarse de la misma; de ahí que tales créditos reciban el nombre de medios fiduciarios (MISES, 1995: 519).

Por lo anterior es perfectamente posible que en el mercado circulen medios fiduciarios respaldados en patrimonios insuficientes para satisfacer las deudas que comportan, y que los acreedores los acepten prácticamente a ciegas. ¿Qué consecuencias jurídicas trae tal eventualidad? Tales acreedores, al querer hacer efectivo sus respectivos medios fiduciarios, verán con perplejidad que no podrán hacerlo por la insuficiencia de recursos en cabeza del deudor. En este estado de la situación, los medios fiduciarios no contribuirían en la agilización de los procesos de mercado, sino que, por el contrario, los entorpecerían vulnerando la fe que los participantes en el mercado pusieron en aquellos medios fiduciarios.

## 1.2. LA INFLACIÓN

Otro “arbitrario y peligroso” evento en que pudo estar pensando el legislador colombiano podría ser el de la inflación generada por la circulación de medios fiduciarios, porque una mayor cantidad de estos puede generar tal efecto, idéntico al que se produce con la emisión de dinero. La inflación es consecuencia de emitir dinero, que circula en el mercado, sin que tal dinero esté

respaldado en una cantidad correlativa de bienes y/o servicios (GARCÍA-MUÑOZ, 2001: 148). En tales situaciones, necesariamente se produce un incremento generalizado de los precios de los bienes y servicios, en términos económicos, el dinero pierde su poder adquisitivo. Como dice Mises, la “cuantía de los (medios fiduciarios) influye en el poder adquisitivo del dinero y en los precios” (MISES, 1995: 520). Pero, no se olvide, en tanto que tales medios no están efectivamente respaldados.

La multiplicación desordenada de la circulación de medios fiduciarios respaldados en patrimonios insuficientes, genera el incremento del índice de inflación, lo que en últimas significa que los dos fenómenos descritos son el mismo problema, pero desarrollados en dos escenarios distintos: el ámbito contractual privado de un lado, y el mercado cambiario de otro.

Se puede concluir, entonces, que no es la cantidad de medios fiduciarios la que debe preocupar a los participantes en el mercado, sino el patrimonio que respalda tales medios fiduciarios o deudas circulantes. Mientras las personas emitan medios fiduciarios con un patrimonio suficiente, es decir, con activos o bienes que los respalden, no tendrá importancia la cantidad de ellos que circule en el mercado.

## 2. LOS TÍTULOS-VALORES, MEDIOS FIDUCIARIOS

Aclarada la idea que tenía la comisión redactora al hablar del “arbitrario y peligroso aumento de la circulación fiduciaria del país”, es ahora necesario mostrar la relación existente entre los medios fiduciarios y los títulos-valores. Como lo anticipa el título que antecede este aparte, los títulos-valores son una especie de medio fiduciario.

La primera característica de los medios fiduciarios, según Mises, es el ser “créditos por cantidades ciertas”. Según los artículos 621 C.Co.C., 1 LUG y la Sección 3-104(a) UCC<sup>1</sup>, una de las características que debe tener un documento para ser considerado como título-valor, es que en él se debe expresar un derecho determinado. Dependiendo de tal derecho, dice el artículo 619 C.Co.C., los títulos-valores son de contenido crediticio, de tradición o representativos de mercancías y corporativos o de participación.

Los títulos-valores de contenido crediticio son aquellos en los cuales se consigna una promesa u orden de pagar una determinada suma de dinero (RUIZ RUEDA, 2003: 67), dejando claro, entonces, que con este tipo de títulos-valores se cumple la primera característica esencial de los medios fiduciarios.

<sup>1</sup> La Sección 3-104(a) del UCC reza como sigue: “NEGOTIABLE INSTRUMENT: a) Except as provided in subsections (c) and (d), “negotiable instrument” means an unconditional promise or order to pay a fixed amount of money, with or without interest or other charges described in the promise or order (...)”.

Los títulos-valores de tradición o representativos de mercancías son aquellos por medio de los cuales se otorga a su titular un derecho real sobre una determinada mercancía (RUIZ RUEDA, 2003: 67). Este tipo de títulos-valores ¿contienen, entonces, “créditos por cantidades ciertas”? De acuerdo con Eduardo Villar Borrero, un crédito es una “obligación de pago futuro, expresada por lo general en suma fija de dinero (...)” (VILLAR BORRERO, 1984: 26). De aquí se desprende que, aunque lo común sea expresar los créditos en sumas de dinero, nada obsta para que con la descripción precisa de un bien o mercancía en un título-valor se esté en presencia de un crédito por cantidad cierta, motivo por el cual considero que efectivamente constituyen “créditos por cantidades ciertas”.

Los títulos-valores corporativos o de participación atribuyen a su titular la calidad de miembro o partícipe de una determinada universalidad jurídica, “además de conferirle un derecho crediticio” (RUIZ RUEDA, 2003: 67). Si bien contienen un crédito, debido a lo dinámico que puede ser tal valor, no deben ser considerados como “créditos por cantidades ciertas”, razón por la cual este tipo de títulos-valores no equivaldrían a medios fiduciarios.

Otra característica señalada por Mises para que un crédito sea considerado como medio fiduciario, es la que se refiere a que deben ser “contra deudores cuya solvencia y buena voluntad sean indudables”. Los títulos-valores, al igual que los medios fiduciarios, se reciben confiando en la buena fe y solvencia del emisor o endosante, y esto es así porque al adquirir un título-valor no hay manera ágil de averiguar el estado de solvencia de quien lo emitió o endosó.

En Colombia, mediante la ley 964 de 2005, e igualmente en otros países (SCHAUMANN, 2002: 397) se ha optado por regular el mercado público de valores, debido precisamente a la ocurrencia de la situación descrita anteriormente, con el fin de que quienes participan en él adquieran una mayor certeza y confianza al momento de negociar, fortaleciendo la fe que los acreedores guardan en la efectividad de esos títulos-valores adquiridos.

Ocurre, sin embargo, que no todos los títulos-valores son pagaderos a la vista, como lo exigen los expertos para atribuirles la calidad de medios fiduciarios. Es que tanto la legislación colombiana como extranjera prevén modalidades adicionales para su vencimiento<sup>2</sup>, lo que parece indicar que

<sup>2</sup> Ver artículo 673 del Código de Comercio colombiano, y la Sección 3-108 UCC.

no hay concordancia con el tercer elemento de la definición dada por Mises para los medios fiduciarios. ¿Significa esto que sólo los títulos-valores pagaderos a la vista son medios fiduciarios y los demás no?

Es necesario tener presente, para efectos de una perfecta comprensión de este estudio, que los títulos-valores son instrumentos substitutivos del dinero que se usan para efectuar el pago de obligaciones, como bien lo dijo la Corte Suprema de Justicia en su momento,<sup>3</sup> y que no pueden ser considerados como bienes<sup>4</sup>, ya que el fin último de éstos consiste en conservar su tenencia, y el de los títulos-valores consiste en hacerlos circular (GARCÍA-MUÑOZ, 2001: 132). En el contexto actual, entonces, debe entenderse que los títulos-valores, sin importar su vencimiento, son medios de pago.

Como consecuencia de lo explicado anteriormente, los títulos-valores son medios fiduciarios, pero no sólo eso: son los principales medios fiduciarios que circulan actualmente, puesto que constituyen el principal sustituto monetario que se usa en el mercado, idea que se estudiará a continuación.

### 3. LOS TÍTULOS-VALORES, MEDIO DE PAGO

Como se señaló anteriormente, los títulos-valores se usan como un medio de pago, lo que significa que sirven como un instrumento para extinguir obligaciones. De acuerdo con la lógica jurídica y con lo establecido en el Código Civil colombiano en su artículo 1627, lo que se paga es lo que se debe. Así las cosas, los títulos-valores de contenido crediticio, en concordancia con lo explicado anteriormente, funcionan como medios fiduciarios que representan un determinado bien que es debido en virtud de una relación jurídica que les da su origen (ROTHBARD, 1962: 16).

La liquidez de los títulos-valores, naturalmente, no es tan veloz como la del dinero, al igual que ocurre con otros instrumentos que se usan como medios de pago. De esta forma se hace necesario distinguir tres clases de medios de pago o agregados monetarios, agrupados según su nivel de liquidez. Son conocidos mundialmente como M1, M2 y M3.

El M1, según Frank Fabozzi, Michael Ferri y el Nobel de Economía Franco Modigliani, es un “agregado monetario que mide la cantidad de medio de

<sup>3</sup> Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sentencia de 30 de julio de 1992. Magistrado Ponente: Dr. Carlos Esteban Jaramillo S. En: *Jurisprudencia y Doctrina*, agosto de 1992.

<sup>4</sup> A pesar de que los títulos-valores aparecen regulados dentro del libro de los bienes mercantiles en el Código de Comercio Colombiano, se entiende que no lo son. Para mayor ilustración al respecto, véase (GARCÍA MUÑOZ, 1997: 127-139).

intercambio, definido como la suma de capital guardado en forma de efectivo y depósitos de demanda” (FABOZZI, 1996: 105). De conformidad con las estadísticas del Banco de la República, para enero de 2006, el M1 colombiano ascendía a \$30.639'122.092<sup>5</sup>. Este grupo constituye el grupo de activos que mayor liquidez permite.

Los medios de pago agrupados en M2, equivalen a todas las formas de dinero que tienen la capacidad de almacenar valor, y está conformado por el M1 enunciado anteriormente, más las cuentas de ahorro en bancos y depósitos de ahorro del sistema financiero, certificados de depósito a término, y otros papeles financieros con facilidad de conversión a efectivo. Se dice, también, que el M2 equivale a M1 más los “cuasidineros”, consistiendo éstos en activos financieros de alta liquidez que no funcionan directamente como medios de cambio, pero que pueden convertirse con facilidad en dinero, dependiendo de su grado de liquidez.<sup>6</sup>

El M3 es igual al M2, pero adicionándole otros activos financieros como depósitos a largo plazo, papel comercial, aceptaciones bancarias y algunos valores del tesoro (FABOZZI, 1996: 106). El indicador de M3 para agosto de 2005 en Colombia, de acuerdo con el Banco de la

República, era de \$80.159'900.000.

De lo anterior se desprende que los títulos-valores, al estar incluidos entre los agregados monetarios M2 y M3, en atención a su liquidez, son considerados sin lugar a controversia alguna como medios de pago tanto en Colombia como en el mundo entero. Igualmente, es importante destacar que en ningún momento se les distingue entre títulos a la orden, al portador y nominativos para efectos de incluirlos dentro de este agregado. De esta forma se entiende que todos los títulos-valores están incluidos sin importar su ley de circulación.

#### 4. TODO TÍTULO-VALOR AUMENTA LA CIRCULACIÓN FIDUCIARIA

En el Código de Comercio colombiano se señaló que los títulos-valores al portador sólo podrían ser emitidos en los casos expresamente contemplados en la ley, para evitar el aludido crecimiento arbitrario y peligroso de la circulación fiduciaria, mientras que los títulos a la orden y los nominativos no recibieron tal tratamiento legal. La anterior idea conduce al planteamiento de las siguientes dudas: ¿Por qué el legislador colombiano restringió la emisión de títulos-valores al portador, como si tan solo este tipo de títulos-valores

<sup>5</sup> “Agregados monetarios y crediticios”, extraído de la página de *Internet*: [http://www.banrep.gov.co/estad/dsbb/sfin\\_001.xls](http://www.banrep.gov.co/estad/dsbb/sfin_001.xls). Visitada el 20 de mayo de 2006.

<sup>6</sup> “Moneda y política monetaria”, extraído de la página de *Internet*: <http://www.virtual.unal.edu.co/cursos/sedes/manizales/4010043/lecciones//12monedypolmonet.htm>. Visitada el 20 de mayo de 2006.

umentaran la circulación fiduciaria?

Es cierto, como lo declaró la comisión revisora del Código de Comercio, que de las tres clases de títulos, los que circulan con una mayor velocidad son los títulos al portador, ya que se pueden endosar con la mera entrega, mientras que los títulos a la orden requieren de una firma adicional a la entrega, y los nominativos precisan de una re-emisión y una inscripción especial.

A pesar de que los títulos-valores a la orden y nominativos circulen más lentamente que los girados al portador, en razón a sus requisitos de circulación, también es cierto que circulan, y no parecen sustraerse a las consecuencias que producen los títulos al portador, es decir, que puedan no afectar la circulación fiduciaria en un mercado determinado. ¿Acaso no es esta la naturaleza de todo título-valor? Piénsese en la situación descrita páginas atrás, donde una persona emite títulos-valores (medios fiduciarios) sin su debido respaldo. Tal persona puede emitir, según nuestro ordenamiento jurídico, títulos a la orden y nominativos. De esta forma sus acreedores pueden verse perjudicados de la misma forma que lo serían si se emitiesen títulos-valores al portador en cuantía superior a su capacidad de pago. Parecería entonces que el artículo 669 C.Co.C. carece de justificación.

## CONCLUSIÓN

Al final de este estudio, es pertinente establecer como conclusión que la restricción implantada por el legislador colombiano de 1970 no tiene ninguna razón de ser puesto que, como se puede apreciar, no interesa el número de títulos-valores o medios fiduciarios que circulen en el mercado, sino el patrimonio que los respalda.

Y aún si tal circunstancia fuera relevante, cualquier persona puede emitir cientos de miles de títulos-valores a la orden y nominativos, de modo tal que la mera prohibición de emitir libremente títulos-valores al portador no es suficiente ni siquiera para evitar una gran circulación de medios fiduciarios.

BIBLIOGRAFÍA

BRIGHMAN, Eugene F. - CRUM, Roy L. - HOUSTON, Joel F. 2005. *Fundamentals of International Finance*. Thomson South-Western.

FABOZZI, Frank J. - FERRI, Michael G. - MODIGLIANI, Franco. 1996. *Mercados e Instituciones Financieras*. México D.F.: Prentice Hall Hispanoamericana.

GARCÍA-MUÑOZ, José Alpiniano. 2001. *Derecho Económico de los Contratos*. Bogotá: Librería del Profesional.

MISES, Ludwig von. 1995. *La Acción Humana, Tratado de Economía*. Bogotá: Unión.

ROTHBARD, Murray N. 1962. *Moneda, Libre y Controlada*. Buenos Aires: Centro de Estudios sobre la Libertad.

RUÍZ RUEDA, Jaime. 2003. *Manual de Títulos Valores*. Bogotá: Doctrina y Ley.

SCHAUMANN, Niels B. 2002. *Securities Regulation*. The Barbri Group. Sexta edición.

VILLAR BORRERO, Eduardo. 1984. *Manual de Obligaciones*. Bogotá: Norma.

VV.AA. Comité Asesor para la Revisión del Código de Comercio Colombiano. Acta número 220 del 18 de mayo de 1970.

PÁGINAS DE INTERNET

“Agregados monetarios y crediticios”  
[http://www.banrep.gov.co/estad/dsbb/sfin\\_001.xls](http://www.banrep.gov.co/estad/dsbb/sfin_001.xls)

“Moneda y política monetaria”  
<http://www.virtual.unal.edu.co/cursos/sedes/manizales/4010043/lecciones//12monedypolmonet.htm>

Fuentes legales

JUAN DANIEL MELO PARRA

Código de Comercio colombiano

Uniform Commercial Code

FUENTES JURISPRUDENCIALES

Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sentencia de 30 de julio de 1992. Magistrado Ponente: Dr. Carlos Esteban Jaramillo S.