



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

Sistema de Posgrado

TESIS FINAL

PREVIA A LA OBTENCIÓN DEL GRADO DE:

MAGISTER EN DERECHO BANCARIO Y LEGISLACIÓN BURSÁTIL

“El efecto jurídico de la negociación de títulos inmovilizados o valores desmaterializados bajo el registro de anotaciones en cuentas en los sistemas de compensación y liquidación de valores, conforme a la regulación ecuatoriana”

TUTOR: AB. FABRICIO CHICA MARTÍNEZ

ELABORADO POR: AB. MARIA SOLEDAD MONTENEGRO RIVAS

ING. CARLOS ARTURO MURILLO CABRERA

Guayaquil, Diciembre de 2012

ÍNDICE

CONTENIDO	PÁGINA
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: ANTECEDENTES DE LA PROPUESTA	
• DIAGNOSTICO PREVIO A LA PROPUESTA	5
• OBJETIVOS	8
• RESULTADOS ESPERADOS	8
• DELIMITACIÓN DE LA PROPUESTA	9
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO	10
• TÍTULO I: EL TÍTULO VALOR	
➤ FUNDAMENTO, ORIGEN Y EVOLUCIÓN	11
➤ RÉGIMEN JURÍDICO ACTUAL	22
➤ ATRIBUTOS O ELEMENTOS CONSTITUTIVOS	24
• TÍTULO II: LA INCORPORACIÓN DE LA DOGMÁTICA EN EL TÍTULO VALOR	29
➤ CARACTERÍSTICAS ESPECIALES DE LOS ELEMENTOS CONSTITUTIVOS DEL TÍTULO VALOR	30
➤ DERECHOS ESPECIALES DE LOS TÍTULOS VALOR	31
➤ LA CIRCULACIÓN DE LOS TÍTULOS VALOR	34
• TÍTULO III: LA CRISIS DEL TÍTULO VALOR DERIVADO DE SU GESTIÓN	37
• TÍTULO IV: LOS GRADOS DE DESMATERIALIZACIÓN DEL TÍTULO VALOR	39
➤ LA DESMATERIALIZACIÓN EN GRADO MÍNIMO	41
➤ LA DESMATERIALIZACIÓN EN GRADO MEDIO	41
➤ LA DESMATERIALIZACIÓN EN GRADO MÁXIMO	42
• TÍTULO V: DERECHO ESPECIAL DE LOS VALORES	

DESMATERIALIZADOS	43
• TÍTULO VI: SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA	48
➤ PUBLICIDAD MATERIAL	48
➤ PUBLICIDAD FORMAL	49
➤ DEFINICIONES SOBRE LOS SISTEMAS DE ANOTACIÓN EN CUENTA, ANOTACIÓN EN CUENTA Y DESMATERIALIZACIÓN	50
➤ PRINCIPIOS REGULATORIOS APLICABLES A UNA ESTRUCTURA DE UN SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA	51
➤ PRINCIPIO DE PRIORIDAD	52
➤ PRINCIPIO DE TRACTO SUCESIVO	52
➤ PRINCIPIO DE LEGITIMACIÓN	53
➤ PRINCIPIO DE LA UNIDAD DE REPRESENTACIÓN	53
➤ PRINCIPIO DE IRREVERSIBILIDAD	54
➤ PRINCIPIO DE LA UNIDAD DE REGISTRO CONTABLE	54
➤ PRINCIPIO DE LA INSCRIPCIÓN CONSTITUTIVA	55
➤ PRINCIPIO DE LA IRREIVINDICABILIDAD	55
• TÍTULO VII: ENTIDADES REGISTRALES	56
• TÍTULO VIII: FORMA DE REPRESENTACION DE LOS VALORES NEGOCIABLES EN EL ECUADOR Y EN OTROS PAISES IBEROAMERICANOS	58
➤ REPRESENTACIÓN DE LOS VALORES EN IBEROAMÉRICA	61
• TÍTULO IX: ESTRUCTURAS REGISTRALES DE LOS DEPÓSITOS Y SU TRATAMIENTO JURÍDICO RESPECTO A LA TITULARIDAD Y CIRCULACIÓN DE LOS DERECHOS. LA ESTRUCTURA EN EL ECUADOR Y EN LOS DEMAS PAÍSES IBEROAMERICANOS	64
➤ ESTRUCTURAS REGISTRALES EN IBEROAMÉRICA	68
➤ TRATAMIENTO JURÍDICO DE LA TITULARIDAD EN IBEROAMÉRICA	70
➤ INSTITUCIONES COMPENSADORAS Y LIQUIDADORAS EN IBEROAMÉRICA	72

• TÍTULO X: EL CONTRATO DE DEPÓSITO COLECTIVO DE VALORES	75
➤ ELEMENTOS DEL CONTRATO	78
➤ ELEMENTOS PERSONALES	78
➤ ELEMENTOS REALES	78
➤ ELEMENTOS FORMALES	78
➤ CONTENIDO MÍNIMO DEL CONTRATO	79
• TÍTULO XI: PROCESO DE COMPENSACION, LIQUIDACION Y REGISTRO DE VALORES	80
➤ MODELOS DE LIQUIDACIÓN CON FUNDAMENTO EN EL PRINCIPIO DE ENTREGA CONTRA PAGO	81
➤ MODELO I	82
➤ MODELO II	82
➤ MODELO III	82
➤ LIQUIDACIÓN EN EFECTIVO	83
➤ RIESGOS DE POST CONTRACIÓN	85
➤ RIESGO DE CRÉDITO	85
➤ RIESGO DE LIQUIDEZ	85
➤ RIESGO OPERACIONAL	85
➤ RIESGO LEGAL	85
➤ RIESGO DE GARANTÍAS	86
➤ RIESGO SISTÉMICO	86
• TÍTULO XII: INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGOS JURÍDICO – FINANCIEROS	
➤ MITIGACIÓN DE RIESGOS EXTERNOS	87
➤ PRÉSTAMO DE VALORES	87
➤ LÍNEA DE CRÉDITO	88
➤ ESQUEMA OPERATIVO PARA EL USO DE LAS DOS FIGURAS	
➤ INCUMPLIMIENTO DE VALORES	88
➤ INCUMPLIMIENTO DE EFECTIVO	89
➤ GARANTÍAS INDIVIDUALES	89
➤ GARANTÍAS COLECTIVAS	90
➤ FIRMEZA DE LA OPERACIÓN	90
➤ MITIGACIÓN DE RIESGOS INTERNOS	95
• TÍTULO XIII: CÁMARA DE CONTRA PARTE CENTRAL	98

• TÍTULO XIV: PRINCIPIOS RECTORES DEL SISTEMA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN	99
• TÍTULO XV: PRINCIPIOS PARA LA INFRAESTRUCTURA DE DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES O ENTES FACULTADOS PARA ESTAS FUNCIONES Y SU EVALUACIÓN EN EL ECUADOR	100
• TÍTULO XVI: AMBIGUEDADES Y CONTRAPOSICIONES LEGALES EN LOS CUERPOS NORMATIVOS ECUATORIANOS	111
CAPÍTULO III: METODOLOGÍA	
• MODALIDADES DE LA INVESTIGACIÓN	120
• POBLACIÓN Y MUESTRA	120
• PROCEDIMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN	120
• INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE DATOS	121
CAPÍTULO IV: DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA	122
CONCLUSIONES	124
RECOMENDACIONES:	
• PROPUESTA DE REFORMAS LEGALES Y REGLAMENTARIAS	
➤ LEY DE MERCADO DE VALORES	131
➤ CODIFICACION DE RESOLUCIONES DEL C.N.V.	133
➤ LEY DE COMPAÑÍAS	135
• PROPUESTA DE INCORPORACIÓN DE PRINCIPIOS FUNDAMENTALES DE UN SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA	136
• PROPUESTA DE INCORPORACIÓN DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGO	137
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	139

TÍTULO DE LA PROPUESTA

El efecto jurídico de la negociación de títulos inmovilizados o valores desmaterializados bajo el sistema de anotaciones en cuenta, en los sistemas de compensación y liquidación de valores, conforme a la regulación ecuatoriana.

INTRODUCCIÓN

Los mercados de valores son vitales para el crecimiento, desarrollo y fortaleza de las economías de mercado, creando espacios y soporte a las iniciativas de financiamiento de las empresas, facilitando la gestión del riesgo legal, operativo, financiero; y en esa línea, las transacciones con títulos inmovilizados o con valores desmaterializados a través de los sistemas de compensación y liquidación de valores (SCLV), están cobrando cada vez más importancia entre las estructuras financieras nacionales e internacionales.

Esta estructura financiera se refiere al conjunto de instituciones y organizaciones que permiten su funcionamiento: un sistema de administración de pagos, compuesto por el banco central, bancos comerciales, depósitos de valores, sistemas transaccionales provistos por las bolsas de valores o cualquier otro mecanismo de transacción, y un sistema de compensación y liquidación de valores post negociación, cuyo objetivo es gestionar las transferencias de valores y los pagos para que se cumpla con éxito una operación.

La vigente Ley de Mercado de Valores y su cuerpo reglamentario en cuanto al sistema de depósito, compensación, liquidación, y registro de valores anotados en cuenta, no guardan armonía con leyes conexas en materia de constitución, transmisión y ejercicio de los derechos, como tampoco cuenta con un adecuado sistema de garantías que brinde protección al inversionista y genere confianza al mercado.

Incorporar principios rectores del sistema tales como la compensación multilateral, universalidad, entrega contra pago, objetivación, aseguramiento de la entrega, firmeza de la operación y conceptos como los depósitos colectivos, no reivindicación, irreversibilidad e instrumentos de cobertura de riesgo como los préstamos de valores, líneas de crédito,

fondos de liquidez, la posibilidad para el funcionamiento de las entidades de contraparte central, conduce al cumplimiento de estándares internacionales que permitirá al mercado ecuatoriano abrir caminos para la integración con otros mercados, pudiendo lograr de esta forma un abanico de oportunidades para que el sector empresarial encuentre nuevos nichos de inversionistas que financien sus necesidades de capital.

En el capítulo uno LA PROPUESTA, destacaremos la importancia que tiene el sistema de tenencia, registro, compensación y liquidación para el buen funcionamiento de los mercados de valores; una breve descripción del sistema bajo nuestro marco legal, sus debilidades y cómo el incremento sostenido en el volumen de transacciones trae consigo potenciales problemas en la transmisión y el ejercicio de los derechos cuando las emisiones están respaldadas en títulos físicos, especialmente cuando se trata de acciones u otros instrumentos de renta fija, al estar expuestas a múltiples contingencias. Así mismo, expondremos a la luz de la normativa ecuatoriana, las disposiciones contradictorias o ambiguas que pueden dificultar el pleno ejercicio de la propiedad y circulación de los valores inmovilizados o desmaterializados negociados en el Mercado de Valores, motivación que nos lleva hacia la formulación del objetivo fundamental de esta tesis.

El segundo capítulo MARCO TEÓRICO, iniciaremos con una exposición de la dogmática de la incorporación del derecho de crédito a la representación caratular, es decir, a la creación del título valor, sus características fundamentales, beneficios, crisis, para luego tratar sobre la desincorporación de estos derechos, dando paso así al nacimiento del derecho valor representado por la anotación en cuenta. En esta línea, demostraremos que la creación de estos valores desmaterializados obedecen a un nuevo tratamiento jurídico que tiene sus bases en principios registrales y que rompe los paradigmas del vínculo que tiene el título valor cuando se afirma que la constitución, la transmisión y el ejercicio de los derechos sólo tiene lugar como consecuencia de la producción, tradición y la presentación del documento.

Comentaremos y mostraremos a continuación una tabulación de resultados sobre un estudio de las formas de representación de los valores negociables en los mercados iberoamericanos; identificaremos las estructuras registrales de los Depósitos Centralizados y su tratamiento jurídico en la circulación de los derechos mostrando la aplicación

ecuatoriana en contraste con los demás países de la región de Iberoamérica; y los entes a los que se les ha asignado de acuerdo a las leyes de cada país, la facultad de ser agentes intermediarios registrales, o compensadores o liquidadores o las tres funciones a la vez.

Seguiremos con la fase de post-contratación, entendida como aquellas actividades a cumplirse luego de haber cerrado operaciones bursátiles o extrabursátiles, segmento en el que se encuentra la materia central de nuestra investigación y que va a tener relación con el efecto jurídico de las negociaciones de los títulos inmovilizados o desmaterializados y sus vacíos legales por las deficiencias en la seguridad, transmisión y circulación de los derechos con referencia al proceso de la compensación, liquidación y registros de transferencias bajo el fundamento de la legislación ecuatoriana. Definiremos el concepto y alcance de los depósitos colectivos, como instrumento jurídico primordial para facilitar también la circulación de estos derechos; de igual forma describiremos ciertos principios rectores que debieran regir en estos sistemas de compensación y liquidación y conceptos de instrumentos legales que fortalecen la confianza en el mercado tales como la firmeza de la operación, la no reivindicación, irreversibilidad, y herramientas de coberturas de garantías, dentro de ellas en especial los préstamos de valores, apertura de líneas de crédito y fondos de liquidez.

Se hará también una breve introducción conceptual acerca de los principios aplicables a las estructuras financieras de los Depósitos Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores o instituciones facultadas para aquello, que nacen de las recomendaciones que ha promulgado la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y el Comité de Sistemas y Liquidación de Pagos (CPSS), organismos que promueven altos estándares de recomendaciones para la regulación y supervisión de los mercados de valores y su medición de aplicación en el Ecuador.

Bajo este esquema y sobre la base de un régimen de garantías adecuado, se construye nuestra propuesta de reformas a cuerpos legales que brinden confianza al mercado local como internacional, dando a su vez seguridad en el ejercicio y circulación de los derechos.

En el capítulo tres METODOLOGÍA enunciaremos la modalidad del proceso de investigación para efecto de lo cual se utilizará un técnica de contraste frente a la realidad

jurídica actual de los títulos valores, develando sus carencias frente a los retos que comporta el fenómeno de la llamada “desmaterialización”. Describiremos el proceso seguido para determinar el entorno legal que rige la desmaterialización de títulos valores en el Ecuador y la metodología utilizada para establecer las diferencias y semejanzas encontradas en materia de representación de los valores, estructuras registrales, tratamiento jurídico de la titularidad de los derechos, instituciones compensadoras y liquidadoras, de los diferentes países objeto de la muestra e investigación. Así mismo, describiremos el proceso efectuado para obtener y luego tabular los resultados obtenidos de las entrevistas realizadas a expertos.

Finalmente, en el capítulo cuarto, MARCO ADMINISTRATIVO expondremos detalladamente los recursos utilizados para el desarrollo de la investigación, así como, los elementos preponderantes y su utilización.

CAPÍTULO I

ANTECEDENTES DE LA PROPUESTA

DIAGNÓSTICO PREVIO A LA PROPUESTA

Los sistemas de tenencia, registro, compensación y liquidación de valores, constituyen la piedra angular para la estabilidad de los mercados financieros, asegurando la correcta ejecución de las operaciones, la seguridad en el ejercicio de los derechos y la titularidad efectiva de los inversores sobre los valores. En tratándose de valores desmaterializados, nuestra legislación mercantil no muestra consonancia entre los diferentes cuerpos legales y normativos, creándose espacios grises que dejan en desprotección a los inversionistas.

Antecedentes, contexto e interrogantes a la que responde:

La base legal sobre la cual descansa nuestro sistema de tenencia, registro, compensación y liquidación de valores la encontramos en el Título XIII, artículos 60 al 73 de la Ley de Mercado de Valores, concordante con el Título II, Subtítulo IV, capítulo II, sección I, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores artículos 1 al 17.

Los conceptos de registro, compensación y liquidación de valores, se sitúan en la fase de post contratación, es decir luego de haberse cerrado una operación entre los agentes intermediarios de valores en un mecanismo centralizado de negociación. Es en este circuito donde se encuentran los problemas o deficiencias regulatorias en materia de garantías, seguridad, transmisión y circulación de los derechos, que da lugar a la creación de espacios grises produciéndose contraposiciones legales y reglamentarias dentro del propio marco jurídico del mercado de valores y demás leyes conexas, razón central de nuestro tema de análisis que conlleva propuestas de reformas que armonicen las normativas tendentes a brindar seguridad a los inversionistas en el registro de la titularidad y ejercicio de sus derechos.

Los rasgos principales de los sistemas de tenencia, registro, compensación y liquidación de valores si no están provistos de una infraestructura operativa y un marco legal adecuado que proteja al inversionista y mitigue riesgos de incumplimiento de la contraparte, no generarán confianza en el mercado, pudiendo producirse, por efecto dominó, riesgos sistémicos que podrían tener alcance no solo locales sino internacionales, cuando existan transacciones transfronterizas; es por esta razón que siempre se está poniendo de relieve y sujeto a revisiones permanentes por parte de organismos internacionales, los aspectos que buscan mejorar el funcionamiento del sistema.

En el caso ecuatoriano, nuestro marco legal y reglamentario como antes lo mencionamos, tiene serias debilidades en materia de garantías y protección al sistema de compensación, liquidación y registro de los valores, pues no cuenta con herramientas legales y financieras que aseguren la liquidación de una operación, quedando expuesto a que sus efectos trasciendan a otras transacciones provocando riesgos sistémicos, consecuentemente no se brinda al inversionista, seguridad en el tráfico jurídico de sus derechos, luego de que cierra una operación bursátil o extrabursátil, pues no se garantiza que éstas lleguen a cumplirse en forma oportuna con la provisión de fondos y la entrega de los valores. En el contexto de la Ley de Mercado de Valores y sus normas secundarias vigentes, incluidas las de autorregulación, se busca resarcir el daño por el incumplimiento de un comitente y no al sistema, tal como lo prevé la citada ley en el Título XI “De la Garantía de Ejecución”, artículos 52 al 55. Hay que considerar el hecho que desde la fecha y hora de cierre de una operación hasta la fecha de liquidación o fecha valor, pueden producirse contra el vendedor medidas cautelares que bloqueen e impidan que el adquirente registre los valores en su cuenta, situación que se agravaría en la medida que éste simultáneamente haya cerrado una operación de venta, causando consecuentemente una caída del sistema; igual sucedería en el sentido contrario. La protección para las adquisiciones de buena fe tampoco contempla la norma legal.

Las deficiencias enunciadas, en este mundo globalizado, en el que los capitales en segundos pueden entrar en circulación a nuestra economía y donde las corrientes de integración de los mercados de valores son cada vez más fuertes, constituyen barreras altas e impiden que

nuestro mercado pueda integrarse y aprovecharse de las oportunidades de financiamiento e inversión que dan estos enlaces transfronterizos.

Para ello, es fundamental que se muestren los principales problemas que el registro, la compensación y la liquidación plantean y ver las diferentes soluciones que se han dado en la legislación de otros países e incorporarlas a nuestro marco legal.

El mercado de valores ecuatoriano, aunque categorizado como incipiente, ha experimentado en los últimos años un importante crecimiento y desarrollo, reflejado en el incremento sostenido de las emisiones en serie, llevando consigo potenciales problemas de tradición y movilización, cuando las emisiones se respaldan en títulos físicos, al estar expuestos a múltiples contingencias derivadas del robo, destrucción, falsificación, ineficiencia en la entrega del título, localización geográfica u otros derivados de su manipulación, que dificultan el manejo operativo, por lo que los agentes financieros como una forma de mitigar estos riesgos, han impulsado para que las emisiones de valores sean en su mayor parte desmaterializadas. El entendimiento del fenómeno de la desmaterialización y su registro contable, bajo la figura del depósito colectivo, deberá estar delimitado dentro de un marco jurídico que garantice su continuidad y el cumplimiento de las operaciones cerradas sin excepción alguna.

La normativa ecuatoriana con relación al perfeccionamiento de la transferencia de la propiedad de los títulos inmovilizados o valores desmaterializados negociados en el mercado de valores, contiene disposiciones contradictorias y ambiguas que podrían obstaculizar el pleno ejercicio del derecho de propiedad y la circulación de los valores, afectando la confianza del mercado y trayendo problemas en la gestión de la transferencia de valores y dinero para que las operaciones culminen con éxito. Por esta razón es necesario reformular los conceptos definidos en la propia Ley de Mercado de Valores, sus normas suplementarias y las leyes conexas relacionadas con el tema.

Justificación:

Nuestra propuesta se justifica en establecer si el marco legal ecuatoriano vigente brinda la seguridad suficiente para legitimar el derecho de la titularidad en la circulación de los valores y si se cuenta con un sistema de garantías que mitiguen los riesgos de contraparte y

pueda así culminar con éxito una negociación protegiendo al sistema; así como, incorporar recomendaciones internacionales en esta materia que le permita al mercado de valores local integrarse a mercados internacionales.

OBJETIVOS

General:

Demostrar la existencia de ambigüedades legales en el registro de valores desmaterializados, que nacen de la inmovilización de un título o desde su emisión en un depósito colectivo de valores, y su negociación en un sistema de anotación en cuenta, frente a la propia Ley de Mercado de Valores, Ley de Compañías y las normas dictadas por el Consejo Nacional de Valores, para proponer reformas legales que armonicen la normativa ecuatoriana en esta materia, reforzando el ejercicio de los derechos, la transmisión de valores y la protección a los inversionistas.

Específicos:

Instrumentar el derecho de la propiedad sobre los valores.

Incorporar la constitución de garantías.

Normar el derecho de disposición.

Lograr la protección de quiebra o cualquier otra medida cautelar ante cualquier actor del proceso, procurando el cumplimiento de la operación y mitigando los riesgos legales y sistémicos.

RESULTADOS ESPERADOS

Esperamos que la reformulación y planteamiento de la propuesta se vea reflejada en una efectiva reforma legal que abarque al conjunto de leyes, reglamentos, circulares y todos aquellos instrumentos que norman el desarrollo de la actividad aludida, alineándose a estándares internacionales, cuyos objetivos fundamentales tienden a buscar que los mercados de valores sean justos, eficientes y transparentes; brindando protección al inversionista, fiabilidad en la negociación, seguridad y rapidez en el ejercicio y transmisión

de los derechos, reducción de riesgos sistémicos, todo lo cual conlleva en la práctica, a la aplicación efectiva de la Constitución vigente, que busca precautelar el interés público, entendiéndose por ello, el especial interés del Estado en regular y vigilar a través de sus diferentes estamentos, las actividades del mercado de valores, y con ello garantizar la confianza de los inversionistas, que son los consumidores de estos servicios.

DELIMITACIÓN DE LA PROPUESTA

Campo: Mercantil

Área: Mercado de Valores

Aspecto: Legislación Bursátil

Tema: El efecto jurídico de la negociación de títulos inmovilizados o valores desmaterializados bajo el registro de anotaciones en cuenta en los sistemas de compensación y liquidación de valores, conforme a la regulación ecuatoriana.

Delimitación

Espacial: Ecuador

Temporal: Mayo de 2011 a Diciembre 2012.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

La representación de los derechos a través de las anotaciones en cuenta, se ha constituido en un instrumento cada vez más difundido y utilizado con éxito, en el ámbito de los valores que transan en los mercados públicos. Esta nueva figura ha sido concebida como una evolución en la historia hacia la movilización de los derechos, que tuvo su hito esencial en la figura del título valor, figura que paulatinamente ha sido superada por la rigidez documental que conlleva, debido a la multiplicidad de títulos que se negociaban habitualmente en el mercado. Esta movilización de los derechos tuvo que ser atendida por mecanismos que evitaran el traslado de los títulos, es así como nace el concepto de depósito colectivo, que aprovechándose del uso de sistemas electrónicos, dan lugar al nacimiento de los valores anotados en cuenta.

Desde el punto de vista jurídico, es importante determinar si nos encontramos simplemente ante un soporte distinto, o si el cambio de medio produce consecuencias jurídicas trascendentales en el régimen de los derechos representados; siendo abundantes las opiniones discordantes en este sentido. Por ello es necesario hacer un repaso del origen de los títulos valores y la incorporación de los derechos a la representación caratular, para luego ir desgajando la desincorporación de éstos hacia la anotación contable.

TÍTULO I

EL TÍTULO VALOR

I.1 Fundamento, Origen y Evolución

Los títulos valores facilitan la producción y comercialización de los bienes y servicios que se ejecutan en la economía, ya que gracias a ellos, quienes intervienen en estas actividades, tienen acceso a recursos económico-financieros necesarios para desarrollar las actividades empresariales, facilitando así la producción; por el lado del comercio, los títulos valores permiten vender los bienes sin la necesidad de su desplazamiento físico, o del dinero, minimizando así el riesgo de lo que su movilización implica.

Es por ello que los títulos valores son objeto del derecho comercial que regula la actividad empresarial y se originan y desarrollan de manera paralela a esta actividad, resultando lógico que su origen sea la misma actividad comercial. Son el producto de la evolución jurídica y económica, y el testimonio de la transformación del derecho para acomodarse a la estructura económica que siempre es tan cambiante. Los títulos valor de ahora constituyen una más de sus etapas de evolución.

Como manifiesta Cfr J. Toutain, en su obra *La economía antigua*, citado por José Alpiano García Muñoz, en su obra *Títulos Valores, Régimen Global*, en Roma existió un masivo comercio de bienes que eran demandados por la población romana y que se importaban desde las colonias. Que algunos autores modernos sostienen que hacia el siglo I a.C. existía una verdadera economía de mercado, en la que los agentes económicos producían con la finalidad de intercambiar sus productos, lo expresa Glauco Tozzi, *Economistas Griegos y Romanos*, citado también por José Alpiano García Muñoz; y que a pesar de tan amplísimo comercio, los juristas romanos no se ocuparon de encontrar el orden jurídico que regulaba tal actividad; para ellos, lo importante era descubrir el derecho que servía a los ciudadanos romanos, cuya actividad económica fundamental estaba en las faenas agrícolas, y no en el intercambio comercial.

El surgimiento del derecho mercantil y el nacimiento de esta disciplina jurídica fue evitada por el magistrado romano, cuya labor se encaminaba a adecuar las normas del derecho civil para hacerlas aplicables a los asuntos comerciales, de manera excepcional.

Debido a que los pueblos extranjeros, principales proveedores de bienes para los romanos, solo aceptaban intercambiar las mercancías por oro y plata, en razón de la situación de desigualdad en sus relaciones con Roma, los romanos no conocieron los títulos valores y no vieron el derecho comercial como una disciplina autónoma. El derecho comercial no fue obra del genio jurídico romano.

Evolución histórica

El intenso tráfico mercantil que existió con Roma, desapareció con su decadencia y surgió una actividad económica basada en la explotación de la tierra para abastecer el autoconsumo. Las causas de esta nueva estructura económica fueron varias:

La productividad laboral de la administración latifundista, donde los terratenientes utilizaban esclavos para su explotación, fue disminuyendo en razón del poco o nulo interés que tenía el esclavo en los resultados de su trabajo, porque al final no tenía participación alguna en los resultados. Por ello surgió una nueva técnica de administración, se parcelaron los latifundios en pequeñas parcelas que eran cultivadas por personas de bajos recursos económicos, a quienes el terrateniente daba en arrendamiento a cambio de una renta en especie o en dinero y servicios personales.

A decir de Eric Roll, Historia de las doctrinas económicas, trad. De Florentino M. Torner, citado por José Alpiano García Muñoz, el ocaso de Roma parece iniciarse hacia el año 180 d.C., cuyos episodios a partir de esa época escindió la unidad del imperio entre Oriente y Occidente, en el año 395. Cuando el imperio romano de Oriente inició el gobierno del emperador bizantino Justiniano, no sólo que recuperó a Roma y casi toda la Península Itálica, sino que el imperio tuvo una renovada época que pareció resurgir de la cenizas; en el campo jurídico, Justiniano buscó preservar la pureza del derecho romano nombrando una comisión, presidida por el más influyente jurista de la época, con el encargo de recopilar sentencias de los juristas clásicos constitutivas del auténtico Corpus Iuris Civile o Código

de Justiniano, obra que constituyó monumento jurídico que influyó en el derecho moderno, gracias al tratamiento científico que tributaron los juristas medievales.

La influencia del mar Mediterráneo en las civilizaciones antiguas, no fue ajena a Roma, pues mientras fue el centro del mundo, éste estuvo bajo su dominio. Según Henry Pirenne, citado por José Alpiano García, fue la pérdida del mar Mediterráneo lo que sepultó la civilización latina que tuvo su centro en Roma. Esto sucedió debido a que, mientras el cristianismo conquistaba el mundo por el año 570, nacía en Arabia un personaje llamado Mahoma, cuyas prédicas recogidas en el Corán, además de los preceptos religiosos, tenía todo un programa político jurídico. El Islam se extendió desde las costas asiáticas y africanas que baña el mar Mediterráneo hasta el sur de Europa, es así que los musulmanes se apoderaron de él, circunstancia que fue muy importante ya que los políticos musulmanes pensaron que se requería el desaparecimiento del cristianismo, situación que hizo que los cristianos dejaran de cruzar el mar Mediterráneo. La Europa cristiana, al perder al mar Mediterráneo perdió el único medio conocido para el tráfico comercial, el que desaparecería casi por completo, produciendo uno de los más graves retrocesos económicos en la historia de la humanidad. Europa occidental volvió al estado de región exclusivamente agrícola, la tierra fue la única fuente de subsistencia y la única condición de riqueza, había nacido el feudalismo. Jurídicamente hablando, el feudalismo se cimentaba en el modelo jurídico que se había implantado para mejorar la productividad laboral en las explotaciones agrícolas durante el imperio romano; el régimen jurídico feudal procedía de una unión entre la relativamente antigua relación de préstamos de fundos con la germánica de vasallaje, vinculaba el préstamo del terreno a una relación de servicios y fidelidad. Con la ausencia de vinculaciones comerciales se fomentó la separación entre personas relativamente distantes en el espacio; cada gran explotación agrícola dividida en parcelas pasó a convertirse en el centro de la vida económica, jurídica, social, política de los colonos, arrendatarios y latifundistas; aislándose unos y otros y con leyes aplicables para cada una.

Todas y cada una de las leyes aplicables en este enredo jurídico pueden enmarcarse dentro de los tres sistemas jurídicos que los historiadores del derecho han identificado en esta etapa de la historia: el derecho común, cuya parte sustancial se fundamenta en reservas de formas, reglas e ideas del derecho romano; el derecho germano, propio de los pueblos

bárbaros no romanizados; y, el derecho canónico, que contiene la normas morales de los fieles cristianos.

Renacimiento del comercio en la Edad Media

El sistema feudal se impuso definitivamente durante casi cinco siglos en la Europa cristiana debido a la pérdida del Mediterráneo, lo que creó las condiciones sociales y económicas suficientes para ello. Durante esta etapa Europa experimentó un acelerado crecimiento demográfico, el aumento de la productividad agrícola permitió elevar la producción de alimentos en la cantidad suficiente para alimentar a tantas bocas. Sin embargo, a finales del siglo X la población seguía creciendo pero la productividad agrícola no lo hacía al mismo ritmo, las técnicas de producción feudal comenzaron a mostrar signos de estancamiento, lo que ocasionó abundante oferta de trabajo fruto de la explosión demográfica; el modelo feudal reinante había alcanzado su máximo desarrollo por lo cual no ofreció respuestas positivas. El problema era que la población estaba centrada únicamente en la actividad agrícola para la subsistencia, era indispensable que esa mayor fuerza de trabajo fuera empleada en otras actividades económicas.

Las cruzadas en su momento, por su gran alcance militar, permitieron emplear gran parte de la fuerza laboral que existía en la Europa cristiana de aquel entonces; otra parte de esa fuerza laboral fue ocupada en otras actividades económicas que mejoraron el nivel de vida, tales actividades fueron el comercio que nuevamente floreció y la actividad académica, creándose las primeras universidades. Estas actividades propiciaron que los nuevos comerciantes, profesores y estudiantes se ocuparan de actividades económicas muy productivas.

Aunque el Islam se había tomado el Mediterráneo y con ello se cerró el tráfico marítimo de los cristianos europeos, algunos habían logrado mantener relaciones comerciales con el mundo musulmán, como el sur de España e Italia. Con las cruzadas, el Mar Mediterráneo se abrió a la navegación occidental y con ello se restablecieron las comunicaciones; *“el comercio, con sus múltiples ventajas, volvía a ser una actividad económicamente practicable”* dice Pirene en su obra Historia económica y social de la edad media, citado por José Alíano García. Desaparece la economía feudal centrada en la producción para el

autoconsumo y aparece una clase de individuos cuya principal característica radicaba en su capacidad para actuar de acuerdo a los cambios que las circunstancias del mercado ofrecían. En principio se los conoció como comerciantes, hoy se los llama empresarios. Para Harold Berman, en su obra *La formación de la tradición jurídica de Occidente*, citado por José Alpiano García – Muñoz, el desarrollo alcanzado por las técnicas feudales, creó la oportunidad y a la vez la necesidad de una rápida expansión de la clase mercante. Había grandes excedentes agrícolas que vender. Al mismo tiempo, hubo gran aumento de la población del que surgieron comerciantes, existía la posibilidad legal o ilegal del éxodo en gran escala de campesinos de los señoríos. Muchos ex campesinos se volvieron vendedores itinerantes, y muchos más fueron a las nacientes ciudades para dedicarse a la manufactura o al comercio.

Entonces aparecen las ciudades, los judíos y las ferias, cuya descripción transcribimos de la obra de José Alpiano García – Muñoz, porque resulta muy interesante e ilustrativa: “ *Los hijos menores de siervos con numerosa familia que se habían visto obligados a abandonar al padre para permitirle pagar la renta a su señor se concentraron alrededor de las catedrales medievales. Allí también confluyeron los mercaderes, que provocaron, a su vez, la llegada de los artesanos. La fabricación de paños, que al principio se había practicado en el campo, emigró espontáneamente a las ciudades, donde podía venderse fácilmente el producto. De esta forma se organizaron centros económicos en los que la actividad productiva de sus habitantes fue el comercio o la fabricación de bienes para la venta. Las ciudades, de esta forma, constituyen la primera gran reorganización económica, introducida por los primeros empresarios con miras a aprovechar las nuevas oportunidades ofrecidas por el entorno.- A diferencia de los siervos, cuya condición estaba determinada por sus relaciones con la tierra, los habitantes de las ciudades (burgueses) gozaban de libertad para trasladarse de un lugar a otro, celebrar contratos y disponer de sus bienes. Además tenían autoridades judiciales y administrativas propias establecidos por ellos mismos en desarrollo de las ideas de igualdad y solidaridad aprendidas en la religión católica, que comúnmente practicaban. Un hecho importante que tendrá influencia en el origen en los títulos - valores, es que cada ciudad tenía diferente moneda.- A las ciudades confluyeron los judíos, que no interrumpieron sus vínculos comerciales con las tierras del Islam, a diferencia de los cristianos, que por razones religiosas las vieron*

suspendidas. Su “cosmopolitismo”, fruto de injustas persecuciones de que fueron víctimas durante toda la Edad Media, su mayor experiencia en el trato con las diversas culturas conocidas y las excelsas virtudes que se esforzaban por practicar desde sus antepasados, les convirtieron en comerciantes especialmente organizados a quienes podía depositarse total confianza.- A todo lo anterior se unieron las ferias, fenómeno económico desconocido hasta entonces. Se trata de concentraciones periódicas acordadas por mercaderes, llevadas a cabo en diferentes ciudades del continente europeo. El fin perseguido no era otro que facilitar el comercio, especialmente al mayoreo, juntando a vendedores y compradores en sitios y tiempos específicos. A estas ferias concurrían mercaderes de las más diversas regiones y se negociaban mercaderías cuyo origen, utilidad y naturaleza eran muy distintos.- El desarrollo de las ferias no estuvo exento de dificultades. Una de tales era la inexistencia de vías que comunicarían a las ciudades “feriales”. Cuando había caminos, la inseguridad era su rango distintivo. (...) Otra dificultad fue la proliferación de sistemas legales reguladores de negocios acordados por los comerciantes. En razón a su multiplicidad de origen y a la difusión de órdenes legales para cada sitio, los comerciantes provenían de sistemas jurídicos diversos.- Si bien por la mayor influencia que acusaran, los diversos sistemas legislativos locales podían enmarcarse en tres grandes sistemas jurídicos que se tenían por vigentes, esto es, común, germano o canónico, también era cierto que la disgregación social causada por la falta de tráfico mercantil produjo choques y traslapes que originaron nuevos órdenes legales.”

El crédito aparece cuando renace el comercio en siglo X, por cuanto, con la desaparición del comercio en Europa en los siglos V al X, casi desapareció el dinero; la escasez de numerario que enfrentaba el mercado dificultaba y obstaculizaba la actividad económica. Por ello, los comerciantes y artesanos otorgaban plazos para pagar el precio de las mercancías que vendían, los grandes mercaderes se encontraban unos con otros en continuas relaciones de deudas y créditos. Con el crédito, los compradores obtenían liquidez, ya que pagando a plazo obtenían inmediatamente lo que necesitaban. Para que esto ocurriera, era indispensable que el vendedor tuviera confianza en la capacidad de pago futuro del precio de quien compraba; es lo que explica el nombre de crédito que se da a la obligación surgida. Todo esto basado en la confianza, de no ser así, los contratos no hubieran remplazo al dinero.

Surge entonces la posibilidad de invertir en una actividad económica generadora de utilidades. Así, el comerciante mayorista, que no tenía capital, tenía un incentivo para pedir prestados recursos que los invertía en la adquisición de mercaderías para la reventa. Quien prestaba el capital, obtenía una parte de las utilidades que se generarían por la inversión del capital prestado, a título de interés.

José Alpiano García – Torres señala que la necesidad de concurrir a las ferias, la inseguridad de los caminos, la escasez de dinero, la diversidad de unidades monetarias entre ciudades, el descubrimiento del crédito y la experiencia comercial de los judíos se unieron para originar una operación propia de los mercaderes que hasta entonces no se había conocido. Para los sistemas jurídicos de la época, consistía en la celebración de una pluralidad de contratos distintos. La nueva ciencia jurídica que se establecería para entonces los unificó para dar origen a un negocio complejo que se denominó Contrato de Cambio Trayecticio, que surge por la necesidad de poner a buen recaudo el dinero que poseían los mercaderes que negociaban en las ferias. Cuando éstos concurrían a las ferias existía el peligro de ser asaltados en los caminos, por lo que prefirieron entregar en custodia su oro amonedado a otro comerciante experimentado que contaba con seguridades especiales y vínculos externos que le facilitaban la restitución del oro entregado en custodia. Eran generalmente empresarios judíos. En otras ocasiones el crédito se originaba porque el mercader solicitaba al empresario judío un préstamo para financiar sus compras, el dinero no era entregado al mercader, sino que aquel solo prometía entregar el dinero cuando fuera requerido y en la ciudad donde se llevaría a cabo la feria. Para esto se celebraba un contrato de compra venta en que se debía pagar un precio; se cumplía esta obligación pagando en efectivo o transfiriendo a su vendedor los derechos que tenía contra el empresario judío, nacido de haberle confiado el oro amonedado, o de haber obtenido la obligación de suministrarle el capital para financiar las compras. En uno y otro caso el empresario judío le entregaba al mercader un documento en el que dejaba constancia de la operación realizada. Este documento podía ser redactado de diversas maneras: una forma era un documento en que el comerciante experimentado se dirigía a un colega suyo, asentado en la ciudad sede de la respectiva feria, pidiéndole que le entregara al mercader identificado en el texto, la suma de dinero que había recibido para custodiar o que había prometido facilitar para financiar la compras. Otra forma era que el comerciante le

entregaba al mercader un documento en el que se comprometía a restituirle las sumas de dinero recibidas para su custodia, u ofrecida para financiar sus compras, en el futuro en la ciudad sede de la feria, Una vez llegado a la ciudad sede la feria, el mercader podía dirigirse al destinatario de la carta y obtener el dinero que ahí se indicaba, o, podía extinguir la obligación de pagar en dinero el precio de las compras que hiciera, sustituyéndola por la obligación que tenía contra el empresario judío. En las ferias se volvió habitual esta segunda alternativa. En virtud de esta segunda alternativa, el mercader traspasaba el derecho contenido en el documento emitido al principio por el comerciante experimentado; esto se hacía dejando constancia del hecho en el mismo documento, que era entregado al adquirente del derecho. La confianza de los mercaderes en los experimentados comerciantes judíos era tan grande, que los derechos acreditados en los documentos empezaron a ser transferidos de esta forma, no una sino varias veces, hasta que al fin llegaba a manos del mercader que sí lo exigía o cobraba al empresario judío deudor. La carta que el empresario judío dirigía a su colega residente en otra ciudad donde se realizaba la feria, era la suscripción de un convenio suscrito entre los dos, en virtud del cual cada uno se comprometía a pagar, en la ciudad sede de sus negocios, las sumas de dinero que cada uno le ordenara pagarle al otro; periódicamente hacían corte de cuentas que compensaban las órdenes emitidas y recibidas por cada uno, el saldo eventual que resultara a cargo de cada uno de ellos, lo pagaban en efectivo. Se inaugura así una nueva época en la historia económica mundial, en la que el crédito fue capaz de sustituir al dinero en el mercado, cuya base fue la creencia de los mercaderes en la capacidad del empresario judío de cumplir sus obligaciones.

Pero no solo los contratos de cambio trayecticio originó créditos capaces de sustituir el dinero, también otros, en los que el comprador prometía pagar al vendedor el precio de venta, en una fecha futura. Igual que como ocurrió con los documentos emitidos por los experimentados comerciantes judíos, estas obligaciones eran transferidas por sus iniciales titulares en la forma y con los propósitos en que se transferían las adeudadas por los comerciantes judíos. La diferencia entre unas y otras, era que las de los comerciantes judíos eran mucho más fácilmente transferibles que los originados por cualquier otro comerciante, debido a las condiciones morales, económicas y la experiencia de los comerciantes judíos.

En cuanto al régimen jurídico, la vigencia simultánea de los derechos romano, germano y canónico en los territorios que antes solo conocieron un sistema jurídico, el romano clásico, produjo incongruencias jurídicas y la superposición de instituciones legales que originaron los ordenamientos legales propios del derecho feudal, señorial, urbano y real y del derecho mercantil que estaba naciendo en las ferias de los mercaderes y en las gúildas, trayendo problemas legales a los mercaderes y empresarios judíos con las nuevas prácticas que originaron el contrato de cambio trayecticio.

Los fundamentos del derecho romano, germano y canónico, lo describiremos brevemente a continuación:

Derecho romano: Las obligaciones que nacen de un contrato, cuyo ejemplo sería el contrato de cambio trayecticio, se forman por la cosa, o por las palabras, o por escrito, o por el solo consentimiento. Las obligaciones que según el texto del contrato se formen por la cosa requieren la celebración de un contrato real, sólo tienen existencia jurídica si las partes, o una de ellas entrega a la otra una cosa determinada, ejemplo el mutuo, el depósito, el comodato y la prenda. Las obligaciones por palabras, en las que con el tiempo solo se exigió que haya en cada una de las partes su conformidad, cualesquiera que sean los términos que se expresen. La obligación se contrae por el solo consentimiento porque no se necesita para que se produzca, ni de escrito, ni de la presencia de las partes, ni de la entrega de ninguna cosa, solo basta que consientan en ellos quienes hacen el negocio. Por este hecho surgían obligaciones en los contratos de venta, arrendamiento, sociedad o mandato. Con el tiempo, la adopción de la modalidad que la obligación se forme por escrito, se debió a la necesidad de proteger al acreedor que, por haber transcurrido largo tiempo, tenía dificultades para probar la celebración del contrato mediante la entrega de la cosa o pronunciación de la pregunta y la respuesta. Si alguno había declarado por escrito deber una suma que no recibió, ya no podía, después de transcurrido largo tiempo, oponerse a la excepción por falta de entrega. Surgida así la obligación, el deudor solo quedaba vinculado con la persona ante quien había prometido cumplir. Para el derecho romano era casi inaceptable, la idea de que una obligación fuese transferida sucesivamente, quedando el deudor obligado para la persona que adquiriese el derecho, por ello el hombre romano adoptó ciertas modalidades que le permitían superar esta idea; con el paso del tiempo, el

derecho romano produjo cierto avance al regular la cesión o transferencia de los créditos como un contrato autónomo, al que se estableció ciertas formalidades y consecuencias, y finalmente se incorporó la necesidad de pedir el consentimiento al deudor cedido.

Derecho germano: el derecho germano solo admitía diferentes contratos originarios de obligaciones. Uno de ellos, la recepción de la cosa, era similar al contrato real del derecho romano, pues la deuda de recepción se origina mediante el acto real de la recepción de la cosa. Otro, la promesa de deuda, tenía en común con la obligación por palabras del derecho romano, la observancia de formas solemnes. Otros dos importantes contratos conocidos del derecho germano son la asunción de deuda y de la promesa unilateral. Por medio de la asunción de la deuda, un tercero promete solemnemente el cumplimiento de deuda ajena (semejante con la fianza); sin embargo, este contrato producía un efecto que el contrato de fianza romano nunca conoció, la promesa hacía nacer la deuda del nuevo deudor de una manera original. La promesa de deuda tuvo una evolución importante que influyó de manera definitiva en la evolución final del contrato de cambio trayecticio; consistió en la promesa unilateral, realizada por el deudor, de cumplir una obligación cuyo acreedor no se conocía o por lo menos estaba ausente, la persona del acreedor se representaba por alguien que recibía el nombre de fiduciario.

Derecho canónico: El derecho canónico superó al derecho romano estableciendo el principio de que todas las promesas son por sí mismas obligatorias por cuestión de conciencia, sin que sea necesario otro requisito. Un juramento y una promesa sin juramento son iguales a los ojos de Dios; no cumplir las obligaciones de un pacto equivale a una mentira. El sistema canónico dispuso que la falta de cosa entregada, documento escrito o palabras solemnes en nada afectaría la obligación, siempre que el deudor hubiese prometido ejecutarla, ya que cumplir sus pactos y promesas eran propios del hombre bueno que debe comportarse como hijo de Dios. Los canonistas aportaron a la ciencia jurídica la idea según la cual, la causa forma la base del contrato, si es una causa apropiada, es válida. Según el derecho canónico para que las promesas sean válidas no solo era necesario que el promisor hubiere tenido un objeto, sino que este objeto fuera razonable y equitativo, si la promesa contrariaba la moral era nula.

Con la teoría de la causa, los canonistas establecieron una visión metódica y completa del contrato, lo que hoy denominamos la teoría general del contrato. Posteriormente quienes desarrollaron la ciencia jurídica pudieron identificar los elementos esenciales del contrato: capacidad legal y consentimiento libre de vicios, objeto lícito o conforme a la moral. Faltando cualquiera de estos elementos el acto carecería de validez legal, será nulo y en consecuencia no origina obligaciones.

Derecho mercantil

Los mercaderes y empresarios judíos carecían de autoridad política, religiosa o académica que les permitiera reformar el derecho vigente, por lo que se asociaron en instituciones que ataran y defendieran la justicia y eficacia de sus prácticas comerciales; dichas asociaciones se llamaron “guildas”, que eran corporaciones o gremios de mercaderes. Las guildas tenían una estructura jurídica propia que les facilitaba el cumplimiento de los fines para el que se constituyeron. Todo asociado debía someterse a un proceso de instrucción muy severo en el que aprendía y desarrollaba los hábitos del trabajo al que pretendía dedicarse de manera profesional, esta etapa concluía cuando el estudiante realizaba su obra maestra. En ese momento ya tenía voz y voto en la “asamblea de la gilda” que era el órgano supremo del gremio, tenía cierta autonomía y era vigilada por el consejo de la ciudad. La directiva de la “gilda” actuaba como juez o árbitro en la solución de conflictos, ya sea entre sus miembros, diferentes guildas o entre éstas y personas no agremiadas. Para resolver los litigios, aplicaban los usos comunes practicados por quienes se ocupaban en cada profesión u oficio. Estos usos y decisiones judiciales entraron en contacto con los usos y decisiones de otras guildas, que al final permitieron distinguir un nuevo corpus jurídico: el mercantil aplicable a los comerciantes.

Las nuevas prácticas mercantiles eran ajenas al derecho entonces vigente; sin embargo, los principios fundamentales del derecho romano, germano y canónico, influyeron la actividad profesional de los mercaderes medievales, que fue adaptada a las necesidades especiales de la comunidad mercantil, y que incluían principios de buena fe que se manifestaron en la creación de nuevos recursos de crédito.

Lo jurídicamente esencial de la antigua “promesa unilateral” del derecho germano, permitió entender la naturaleza jurídica de la promesa contenida en el documento emitido por el empresario judío.

I.2. Régimen Jurídico Actual

El desarrollo del libre comercio entre los diversos territorios y ciudades medievales permitió que el derecho mercantil, y concretamente el de los títulos valores, gozará de cierta uniformidad internacional. El papel unificador de las “guildas” y de muy diversos organismos judiciales que ellas promocionaban fueron los artífices de este derecho global, que siglos más tarde fue reconocido y protegido por emperadores y reyes. Con el advenimiento de los estados nacionales, los legisladores se dieron la tarea de recopilar ordenanzas, códigos, estatutos, que eran recogidos en los diferentes cuerpos legislativos. La cumbre de este proceso se logró con los Códigos Civil y Comercial que se dictaron en Francia a principios del siglo XIX, por orden del emperador Napoleón.

Este movimiento jurídico nacionalista, también se manifestó en materia de títulos valores. En 1673, antes del Código de Comercio, Francia había expedido una ordenanza especial que los regulaba; posteriores códigos de comercio de cada país hicieron lo mismo. En 1848 entró en vigencia la Ley Cambiaria en Alemania, que reguló el asunto. El libre comercio nuevamente se vio entorpecido por leyes particulares; nuevamente empresarios y comerciantes estaban sumidos en una telaraña legislativa, impuesta por el poder de los estados nacionales.

El 7 de Junio de 1930, en Ginebra, 25 países de Europa, América y Japón, suscribieron una convención internacional con la que pretendieron unificar el régimen legal de los títulos valores, en particular la letra de cambio y el pagaré, cuyo objetivo era lograr prevenir las dificultades que había dado lugar a la diversidad de legislaciones de los países en donde las letras de cambio circulaban, y de este modo dar seguridad y rapidez a las relaciones de comercio internacional. Esta convención está recogida en un tratado que contienen términos bajo los cuales los países se obligan a adoptar el régimen jurídico uniforme contenido en la Ley Uniforme de Ginebra sobre la Letra de Cambio y el Pagaré (LUG).

Debido a que la LUG solo se refiere a dos títulos valores, parecería que su alcance es muy limitado; sin embargo, como la letra de cambio es el título valor más antiguo y por ello más conocido y reglamentado, su régimen jurídico sirve para regular otros títulos valores diferentes acudiendo a la aplicación analógica de la ley. Existen algunos países que no suscribieron la convención ni tampoco se han adherido a ella, pero la han convertido en ley nacional, como el caso de Argentina y España, y para el caso de Ecuador que la recogieron en los artículos 410 al 488 del Código de Comercio, que hacen referencia a la letra de cambio.

Las normas contenidas en la LUG se inspiraron en la Ordenanza Cambiaria alemana de 1848. En razón de las sustanciales diferencias entre la LUG y la Common Law, vigente en EEUU e Inglaterra, estos dos países no suscribieron la convención de Ginebra ni se adhirió a ella. Por tal razón el régimen jurídico de los títulos valores, vigente para estos países y los que han sido influenciados por la Common Law tiene diferencias con los países que acogieron la LUG.

En EEUU los títulos valores están regulados por Uniform Commercial Code (UCC), que denomina a los títulos valores “negotiable instruments”, documents of title y securities. Los negotiable instruments son papeles comerciales o títulos valores pagaderos en dinero, por ello, también se los conoce como “money paper”, pueden ser órdenes o giros y promesas o notas. Dentro de las órdenes o giros caben la letra de cambio y el cheque; las promesas o notas comprenden ciertos certificados de depósito bancario y otra serie de documentos que por sí mismos son promesas y reúnen ciertos requisitos formales.

Los documents of title son títulos valores que dan derecho a exigir la entrega de bienes o cosas muebles; y, los securities, también conocidos como investmen paper, representan inversiones que se negocian en el mercado público de valores. Además de los dos documentos anteriormente nombrados, LUG y Common Law, existe un tercer documento que contiene normas que pretenden regular los títulos valores, se denomina Proyecto Intal que es el Proyecto de Ley Uniforme de Títulos Valores para América Latina. A diferencia de los otros dos instrumentos, éste es un mero proyecto puesto a consideración de los países latinoamericanos que en ningún momento se han comprometido a adoptarlo. Este proyecto se remonta a los años 60 con asesoría del Banco Mundial. El único país que decidió acoger

el Proyecto Intal y convertirlo en ley nacional fue Colombia mediante su incorporación en varios artículos del Código de Comercio.

I.3. Atributos o elementos constitutivos de los títulos valor

Creemos necesario hacer una revisión de los atributos o elementos constitutivos que revisten los títulos valor, a efectos de valorar como estos elementos podrían frenar la eficacia de la constitución, transmisión y ejercicio de los derechos en valores representados mediante anotación en cuenta. En nuestra legislación ecuatoriana, el artículo ¹233 de la Ley de Mercado de Valores, enumera como atributos o elementos constitutivos la incorporación, la literalidad, la autonomía y legitimación y establece la presunción legal de autenticidad, licitud de causa y provisión de fondos; y, concluye señalando la ley de su circulación, esto es, que pudiendo emitirse de forma nominativa a la orden o al portador, circularán por cesión cambiaria inscrita en el registro del emisor si son nominativos, por endoso si son a la orden y por la simple entrega si son al portador.

Sin embargo, no existe en la doctrina moderna, unanimidad en cuanto a las características esenciales de los títulos valor. A continuación señalamos las características esenciales a criterio de varios autores, citados por Santiago Andrade Ubidia en su libro “Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano”:² Jorge Williams N, y Osvaldo Gómez Leo, señalan tres características: “*necesidad, literalidad y autonomía*”; Miguel Macías Hurtado destaca como los principios básicos sobre los que se construye la teoría de los títulos valor, “*la legitimación por la posesión, la literalidad y la autonomía*”; Bonfanti y Garrone señalan como aspectos fundamentales “*la literalidad, autonomía, abstracción, legitimación y completividad*”; Pérez Fontana enumera como sus características la “*literalidad, la investidura, la legitimación y la autonomía*”; Vicente y Gella, considera como elementos

¹ **Art. 233.-** De las características de los valores.- Los valores a que se refiere el artículo 2 de esta Ley, tienen el carácter de títulos valor, en consecuencia, incorporan un derecho literal y autónomo que se ejercita por su portador legitimado según la ley, constituyen títulos ejecutivos para los efectos previstos en el artículo 413 del Código de Procedimiento Civil. Se presume, salvo prueba en contrario, su autenticidad así como la licitud de su causa y la provisión de fondos.

Los valores pueden emitirse nominativos, a la orden o al portador, si son nominativos circularán por cesión cambiaria inscrita en el registro del emisor; si son a la orden por endoso; si son al portador, por la simple entrega.

² Andrade Ubidia Santiago, Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano, Pág. 71

constitutivos “*la literalidad, autonomía y la incorporación*”.; finalmente, Cervantes Ahumada al igual que Garrigues y otros autores, dicen que los principales elementos constitutivos de estos documentos son “*la incorporación, la legitimación, la literalidad y la autonomía*”.

I.3.1. Literalidad

El derecho documentado es autónomo, basado en la buena fe de quien da la promesa unilateral, este es el fundamento de la validez jurídica, de acuerdo a la visión jurídica del contrato de cambio trayecticio; no obstante, este concepto iba en contra de la visión del derecho contenida en el derecho romano, según el cual las obligaciones solo podían nacer de ciertas y expresas fuentes, por lo que se tuvo que conciliar estos conceptos. A decir de autores como José Alpiniano García – Muñoz, en su obra “Títulos Valores” esto fue abordado en el siglo XVIII por HINECIO, quien se valió del contrato litteris del derecho romano o literarum obligaciones; contratos que según JUSTINIANO, no pudiendo uno quejarse, la escritura le obliga, que es justamente lo que ocurría con las obligaciones documentadas en el contrato de cambio trayecticio en las que el deudor queda obligado a lo escrito en el documento, y le está vedado oponer al cesionario de buena fe, defensas o excepciones derivadas del contrato que hubiese causado la emisión del documento.

Algunos autores modernos como Joaquín Rodríguez Rodríguez, enseñan ³“*que lo que no esté expresamente declarado en el documento, no puede tener influencia sobre el derecho, esto es lo que debe entenderse por literalidad del título valor*”. Gualtiere-Winizky, citado por Santiago Andrade Ubidia, página 81, señala este carácter diciendo que “*la literalidad “significa que el contenido, extensión, modalidades del ejercicio y todo otro posible elemento, principal o accesorio del derecho cartular, son únicamente los que resultan de los términos en que está redactado el título*”.

La literalidad consiste en que el documento debe contener una firma acompañada de determinadas, expresas y taxativas menciones que identifican el derecho que se incorpora y, además, permiten darse cuenta que se trata de un documento sometido al régimen especial de los títulos valores. Mencionar un derecho significa identificarlo, indicar al titular, es

³ Andrade Ubidia Santiago, Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano, Pág. 80

decir al creador del documento que ha consentido a través de su firma, en obligarse al cumplimiento del derecho literalizado; determinar el objeto, su carácter real o personal, el plazo para que sea exigible, es decir, expresar sus elementos en un documentos utilizando letras del alfabeto; de esta forma puede decirse que el derecho se literaliza (se expresa con letras) en el documento.

La firma en el título valor es equivalente al consentimiento, que es el sustento del acto jurídico, por lo que resulta incuestionable que la firma es indispensable para la existencia de un título valor. La literalización según la LUG, es inexistente si falta la firma de su primer actor o creador del documento; a falta de firma no existe derecho literalizado alguno, y por ende no produce ningún efecto jurídico. Desde los orígenes de los títulos valores, el consentimiento o declaración de voluntad contenido en la firma es incondicional; además debe estar concebido en una orden, como en la letra de cambio, o en una promesa, como en el pagaré. El carácter incondicional de la declaración de voluntad literalizada, permiten que el título valor nazca a la vida jurídica con la mera literalización. El efecto de la literalización es el nacimiento de un derecho a cargo del creador del título, el derecho representado en el título de crédito, su existencia, cuantía y exigibilidad se rige exclusivamente por el tenor del documento.

I.3.2. Autonomía

El carácter documental y literal del título valor son características que pueden encontrarse en otras instituciones jurídicas, aun desde los principios del derecho romano. Pero no ocurre lo mismo con el carácter autónomo del derecho literalizado, que constituye uno de los cambios más revolucionarios que el derecho comercial introdujo en el pensamiento jurídico.

A decir de autores modernos como José Alpiniano García - Muñoz, en su obra “Títulos Valores Régimen Global”, *la evolución jurídica del contrato de cambio trayecticio, llegó a su punto culminante con BARTOLO DE SASSOFERRATO Y BALDO DE UBALDIS, excepcionales profesores universitarios y juristas que dominaban el derecho romano, germano y canónico, que les permitió vigorizarlos y adaptarlos a las necesidades prácticas de la economía de su época.*”

BALDO DE UBALDIS, en cuanto a la naturaleza jurídica del contrato de cambio trayecticio, dice José Alpiano García – Muñoz, distinguió la presencia de dos derechos perfectamente delimitados: el que se originaba en los diversos contratos de depósitos o de mutuos de buena fe; y, el que constaba en el documento emitido por el empresario judío posteriormente transferido por los mercaderes. Cada uno de tales derechos estaba amparado por dos diferentes acciones. A la que permitía exigir el derecho originado en los contratos se llamó “acción contractual”; y, a la acción ejercida para exigir el derecho que constaba en el documento se llamó “acción caratular o cambiaria” en virtud que se fundamentaba en la carta o documento de cambio. La obligación mencionada en el documento podía ejecutarse o exigirse, aunque el contrato que la había originado no la pudiese causar por ser inválido, tal obligación difería de la originada en el contrato. La obligación surgida del contrato, por el solo hecho de habérsela mencionado en el documento o carta, tenía existencia independiente del convenio, era autónoma de la relación contractual y existía con abstracción de cualquier acuerdo. La obligación documentada era diferente de la surgida del contrato, porque su adquirente de buena fe, depositaba su confianza en el mero texto del documento. La independencia, autonomía o abstracción de la obligación documentada siempre dependería de que fuese transferida.

El mismo autor señala que en el siglo XXI, la doctrina de BALDO, expuesta en la Edad Media, sigue explicando la naturaleza del derecho documentado: estas acciones se mueven en órbitas diferentes, no es acertado asimilar la acción encaminada al cobro de determinado título valor, con la tendente a obtener el cumplimiento del contrato. Hoy al derecho documentado se lo conoce con el nombre de título valor.

La autonomía significa que el derecho que puede ejercer el tercer poseedor, es independiente del derecho que le pertenecía a los poseedores anteriores, que es un derecho originario y no derivado. Esto implica que desde el punto de vista activo, que es autónomo el derecho que cada titular sucesivo va adquiriendo sobre el título y sobre los derechos en él incorporados. La expresión de autonomía indica que el derecho de un titular es independiente, en el sentido que cada nuevo titular adquiere un derecho propio, distinto del que tenía quien le transfirió el título. Por el lado pasivo, debe entenderse que es autónoma la obligación de cada uno de los signatarios del título, porque dicha obligación es

independiente y diversa de la que podía tener el anterior signatario del título. En este sentido la autonomía significa que cada uno de los que firman el documento tiene una obligación distinta y personal.

El derecho actual y la doctrina moderna concuerdan en que el título valor o derecho literalizado es independiente o autónomo de su relación subyacente y la finalidad para la cual se emite. Para el efecto solo se exige un requisito, buena fe de quien ostente el documento; es decir que quien actuando de buena fe adquiriera el título valor, es titular del derecho literalizado en él sin que importe el eventual carácter vicioso, inválido, delictual o aun inexistente de la relación jurídica subyacente o finalidad que originen y justifiquen tal título valor. Una vez creado y en circulación, el título se desvincula de la causa, como consecuencia de este fenómeno, los derechos pueden ejercitarse sin tener que invocar ni respaldarlos en el negocio que les dio origen, esto es, en su causa ni en su causa final. La Ley Unificada de Ginebra consagra la autonomía del título valor en los artículos 17 y 19-2

I.3.3. La legitimación por posesión

La legitimación por posesión aplicada a los títulos valores significa que en ellos la posesión es condición indispensable para ejercitar el derecho incorporado en él y en consecuencia exigir al deudor emisor del título la prestación debida. Sin embargo, para Garrigues, según la cita enunciada en la obra de Santiago Ubidia, Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano,⁴ *“mientras que la posesión documento es suficiente en algunos títulos, los títulos al portador, es necesaria pero insuficiente por sí sola en los títulos a la orden y en los nominativos”*

A criterio de los maestrantes, las características enunciadas precedentemente, esto es, la literalidad, autonomía y legitimación, son los elementos o características esenciales de un título valor, sin cuya incorporación, el documento no puede ser considerado como tal, y por tanto jurídicamente no goza del derecho especial de circulación de los títulos valor.

⁴ Andrade Ubidia Santiago, Los Títulos Valor en el Derechos Ecuatoriano, Pág. 82

TÍTULO II

LA INCORPORACIÓN DE LA DOGMÁTICA EN EL TÍTULO VALOR

Para que exista la desincorporación de los derechos en los títulos, es porque previamente se había producido la incorporación de los derechos a los títulos. Para entender el significado de aquel fenómeno, es necesario examinar primero éste, cuál es el sentido de la incorporación y las razones que la han propiciado dando pie al surgimiento del derecho especial de la circulación que denominamos derecho de los títulos – valor.

Los esfuerzos por definir la incorporación son variados, la incorporación consigue el resultado de objetivar el derecho subjetivo de crédito, significa que el título y el derecho se funden en una sola cosa. La incorporación es un recurso metafórico que nota esa íntima relación entre el derecho y el título. En esta línea Felipe Tena, citado por Santiago Andrade Ubidia, en su obra *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano*, página 73, expresa:

“La incorporación que... consiste en el consorcio indisoluble del título con el derecho que representa, es la característica fundamental primera de esta clase de documentos... si el título de crédito es el documento necesario para ejercitar el derecho literal que en él se consigna, es porque sin él, sin el documento, no existe el derecho documental, el derecho cartolare, que diría cualquier jurista de Italia. Lo cual quiere decir que entre el derecho y el título existe una cópula necesaria, o, según la palabra consagrada, que el primero va incorporado en el segundo”.

Cuando hablamos de incorporación del derecho en el título, queremos significar que el poseedor del título es por eso titular del derecho. La incorporación expresa la relación íntima, indisoluble, permanente, desde el nacimiento hasta la muerte, entre el derecho y el título.

II.1. CARACTERÍSTICAS ESPECIALES DEL DOCUMENTO CONSTITUTIVO DEL TÍTULO VALOR

A decir de José Alpiano García – Muñoz, ⁵“*la doctrina reconoce que el documento constitutivo del título valor tiene ciertas características especiales que los distinguen radicalmente de otros documentos; tales características son la aptitud probatoria, la capacidad constitutiva, suficiencia dispositiva y la ineptitud de las copias documentales del documento original para sustituirlo en su función de título valor.*”

II.1.1. Aptitud probatoria

El título valor es un documento que tiene la aptitud probatoria porque demuestra la existencia de un hecho o de una relación que produce consecuencias jurídicas. El título valor es el único medio probatorio de su creación y transferencia; en consecuencia, de su existencia debe deducirse el acto de su creación y de su eventual transferencia.

II.1.2. Capacidad constitutiva

El efecto de hacer nacer el derecho de manera originaria, es atribuible al acto humano de creación o transferencia del documento, esto no impide que el documento, al representar su propia creación, represente ese mismo acto y por lo mismo se le impute al documento el efecto de hacer nacer el derecho de una manera originaria, en lugar de acreditar tal efecto al acto de crearlo o transferirlo. Esto es lo que debe entenderse por capacidad constitutiva del documento.

II.1.3. Suficiencia dispositiva

En cuanto a la suficiencia dispositiva podemos decir que el título de crédito, en tanto existe, resulta instrumento necesario e imprescindible para ejercer o disponer el derecho que en él se ha incorporado representativamente. En efecto, sin el documento dispositivo no hay manera de servirse del derecho ya sea para transferirlo, ya sea para su ejecución y aun para su extinción. Es decir que no tiene solo la función de probar el derecho o de constituirlo, sino más bien la función preponderante de atribuir la exclusiva disponibilidad al que

⁵ Jose Alpiano García – Muñoz, Títulos Valores Régimen Global, Pág. 50

legítimamente posee el título, quien para ejercer los derechos o transferirlos, necesita exhibirlo. La suficiencia dispositiva radica en la voluntad probada con el documento.

Universalmente se entiende que sólo el original tiene el carácter de título valor. Las copias solo sirven para probar el contenido del título valor perdido, hurtado o destruido con miras a obtener un nuevo original que permita adquirir la titularidad del derecho, nunca servirán para ejercer el derecho que prueban.

II.2. DERECHOS ESPECIALES DE LOS TÍTULOS VALOR

Los derechos especiales de los títulos valor surgen en razón de la seguridad en la circulación de los derechos, para lo cual se trata de garantizar materialmente la posición jurídica de quien los adquiere y facilitar, en el orden formal, el ejercicio de sus derechos. La disciplina común de cesión de créditos no puede atender estas necesidades, porque se encuentra construida para tutelar la posición del deudor y en su caso la del titular del derecho o la de sus acreedores. La disciplina de la cesión articulada en el derecho común, está dotada de una racionalidad impecable que se explica en función de dos puntos de partida o condicionamientos: el primero es de naturaleza valorativa y el segundo de naturaleza técnica o estructural. El primer condicionamiento, el de naturaleza valorativa tiene que ver con que la cesión, como derecho general que es, está pensada en la generalidad de los derechos y éstos carecen de vocación circulatoria, es decir, cuando nacen en el ámbito del deudor, no están destinados objetivamente a la circulación; a esto debemos sumar el hecho de que la posición del deudor no se deteriore sin el concurso de su consentimiento, en razón de que el negocio de una cesión se perfecciona y es eficaz sin la intervención directa o indirecta del deudor. El segundo punto de partida, el de naturaleza técnica o estructural, deviene por el hecho que los derechos que circulan por la vía de la cesión constituyen realidades invisibles o intangibles; son “derechos incorporales”; por tanto, al carecer de un soporte material, no pueden ser objeto de la protección de la confianza de un tercer adquirente. El problema del derecho de las obligaciones en este terreno, es que carece de la publicidad que caracteriza al derecho de las cosas.

El derecho especial de los títulos valor es una alternativa al derecho común de la cesión, y por ende se articula superando sus condicionamientos. El primero lo suple por su propia

especialidad, es decir acotando su ámbito objetivo y contrayéndolo a los derechos con vocación circulatoria, a aquellos derechos que en el ámbito del deudor se hayan destinados a la circulación, en razón de que el mismo deudor al ser autor del derecho circulante, bien debe asumir ciertos riesgos asociados a la circulación.

A la vocación circulatoria, condición necesaria de los derechos especiales de los títulos valor, debemos añadir el mecanismo de publicidad, con el cual se supera el condicionamiento técnico de la incorporeidad de los derechos, cuyas informaciones deben ser protegidas por el ordenamiento en interés del tráfico. Esto es lo que hace el derecho de los títulos valor al incorporar el derecho al título y convertirlo en una cosa mueble susceptible de ser poseída y consultada y aprovecharse de los beneficios de la publicidad posesoria. Esta incorporación no es solamente la transcripción de un crédito a un documento, es el resultado conseguido por el ordenamiento, que por ejemplo en el caso español, se consiguió al decretar que⁶ *“la constitución, la transmisión y el ejercicio del derecho, solo tienen lugar como consecuencia de la producción, de la tradición y de la presentación del título que lo documenta”*, tal como lo señala Isabel Rodríguez Martínez, en su obra Instrumentación y Gestión de los Valores Anotados en Cuenta.

II.2.1. La constitución de los derechos

En el plano de la constitución de los derechos, la incorporación significa que los derechos no se constituyen sin su creación o producción del título; este grado extremo se produce en los títulos constitutivos, como por ejemplo en la letra de cambio, la constitución del crédito depende de su adecuada creación y formalización. Sin embargo, en el campo de los títulos declarativos, como por ejemplo las acciones, existe una cierta incorporación en la fase de creación del documento, ya que la condición de accionista no depende de que se emitan y entreguen las acciones, entre tanto, los derechos respectivos se gobiernan por el derecho común y no por el especial de los títulos valor.

⁶ Rodríguez Martínez, Isabel, Pág. 32

II.2.2. Transmisión de los derechos

En el plano de transmisión, por la incorporación de los derechos se logra someter la circulación de derechos obligatorios a las normas de los derechos reales, rigiendo en consecuencia el principio de tradición, que como es sabido, es la forma de publicidad de la transmisión. El riesgo que soporta un adquirente, de que terceros reclamen la devolución del crédito adquirido en base a una cesión de derechos en el derecho común --- en el que los derechos circulan sigilosamente, por el mero acto de voluntad que mueve a quien cede el derecho, es decir falta de publicidad --- no lo soporta un adquirente de un título valor, puesto que su adquisición se encuentra dotada de publicidad posesoria y por consiguiente es oponible erga omnes.

La incorporación permite fortalecer la posición del adquirente por medio de las normas específicas que rigen el derecho de las cosas, es decir al principio de adquisición a non domino. La base de esta protección se ubica nuevamente en la publicidad posesoria, en la eficacia legitimadora que la posesión tiene frente a terceros; por esta vía se libera al adquirente del riesgo de pertenencia del crédito, es decir de la personalidad del cedente que el derecho común carga sobre sus espaldas.

En este mismo plano de transmisión de derechos, el principio de limitación de excepciones, tiene que ver con el principio de abstracción que se conecta con el principio de apariencia, con una eficacia que evoca la que despliega el folio registral. Este mecanismo sólo puede establecerse si existe un mecanismo de publicidad, que es el título valor, a cuyas informaciones, el ordenamiento puede otorgar efectos positivos o negativos.

II.2.3. Ejercicio de los derechos

En el plano del ejercicio de los derechos, la incorporación significa que los derechos no pueden ejercitarse sin la posesión del título, circunstancia que permite establecer principios que fortalecen la posición del adquirente: a) Principio de presentación, a través del cual se suprime el riesgo de liberación del deudor, en razón de que el deudor, aun cuando no haya sabido de la cesión, no se libera pagando al cedente, sólo se libera pagando al tenedor del título; la publicidad posesoria tiene ciertos efectos que hacen menos costoso el tráfico; b) Principio de legitimación, a tenor del cual el poseedor del título, como poseedor de un bien

mueble, queda eximido de probar su derecho; los efectos legitimadores de la publicidad posesoria, por el artificio de la incorporación, se trasvasan al campo del derecho de las obligaciones, con el resultado de liberar al adquirente del riesgo o dificultad de probar la existencia del derecho y su titularidad; y, c) Principio de legitimación pasiva, actividad por el principio de legitimación activa, en virtud del aval, el pago hecho de buena fe al acreedor aparente, es decir al poseedor del documento que incorpora el derecho, libera al deudor

II. 3. LA CIRCULACIÓN DE LOS TÍTULOS VALOR

La circulación del título valor implica que el tomador inicial puede transferirlo a un tercero; este a su vez también puede transferirlo a otro tercero, y así sucesivamente. Lo esencial en todos estos casos de transferencia, es que el tradente entregue el documento contentivo del título valor o derecho literalizado y que sea tenedor legítimo del mismo.

El ejercicio del derecho consignado en un título – valor requiere la tenencia del documento; esta tenencia, es por principio, la única forma de probar la existencia y exigibilidad del derecho incorporado, solo quien resulte titular, según los términos del documento, estará en condiciones de exigir el derecho identificado en él. Por ello, para ejercer el cobro o el ejercicio del derecho se requieren dos requisitos fundamentales; 1) la tenencia del título valor que permite exhibirlo, es lo que llamamos publicidad posesoria; y, 2) ser titular del derecho, o por lo menos estar facultado para ejercerlo, según el contenido literal del documento. Quien cumple estos dos requisitos es tenedor legítimo o portador legítimo.

Es tenedor legítimo quien posea el título valor conforme a su ley de circulación, esta definición parte de considerar lo fundamental del concepto: la aptitud natural del título valor para circular. La falta de circulación es de tal envergadura que afecta la esencia misma del título. El título valor adquiere su carácter más distintivo, la autonomía, cuando circula, es decir cuando se encuentra en poder de una persona diferente a favor de quien se la emitió.

La denominada ley de circulación de los títulos valor, es el conjunto de requisitos que debe reunir el tenedor del documento para poder ejercitar los derechos incorporados en él. Estos requisitos están determinados por la literalidad, dado que dependen de la forma en que el titular inicial o beneficiario del derecho ha sido mencionado en el texto del documento.

Según esta circunstancia, los títulos valor pueden ser nominativos, a la orden y al portador, así reza el artículo 233 de la Ley de Mercado de Valores Ecuatoriana.

II.3.1. Título valor a la orden

Desde sus orígenes históricos, la esencia del título valor a la orden consiste en que el emisor se obliga para con la persona inicialmente mencionada (beneficiario), o para con cualquier otra a quien esta ordene; es decir, el emisor consiente en que el derecho literalizado sea transferido por su titular inicial. Los títulos valor a la orden desde su emisión deben estar expedidos a favor de una determinada persona, es decir, mencionar en su texto inicial al titular del derecho literalizado y utilizar en su redacción expresiones como “a la orden”, “transferible por endoso” ó “negociable”.

Estos títulos se transfieren por ⁷endoso que consiste en una sencilla nota puesta en el título o en una hoja adherida al mismo indicando que se transfiere el derecho. El endosatario para ejercer su derecho no necesita notificar al deudor ni que se registre en su libro; la legitimación para ejercer el derecho incorporado a un título a la orden, viene dado por la posesión del documento. La ley de circulación de los títulos valores a la orden exige el cumplimiento de tres requisitos: a) el endoso; 2) la entrega del documento; y, 3) la continuidad de las firmas.

El título valor a la orden menciona en su texto el nombre de la persona titular del derecho literalizado, siendo sólo esta persona quien puede ostentar la calidad de tenedor legítimo, quien, por las expresiones que constan en el título, está facultado para transferir el derecho literalizado. Es decir, la transferencia inicial sólo puede hacerse por la persona, que según el texto del documento, es el beneficiario del derecho literalizado. Con miras a lograr que la transferencia de un título valor a la orden sea hecha solamente por quien es el titular del derecho literalizado conforme al texto del documento, la ley ha establecido que el tenedor legítimo que pretenda transferirlo debe dejar constancia de su voluntad en el texto del documento. Esta declaración recibe el nombre de “endoso”.

⁷ Código de Comercio.- Art.204.-(Forma de efectuarse).- La cesión o transmisión de derechos y de documentos se hará, si están a la orden del beneficiario, por el endoso y en la forma y con los efectos establecidos en este Código; si a favor, por la cesión notificada a la parte obligada, y si al portador, por la mera entrega del título respectivo.

II.3.2. Título valor nominativo

Son título valores nominativos aquellos en los que el nombre del tenedor legítimo debe aparecer indicado en el texto del documento, como beneficiario, y, además, en un libro o registro que el emisor lleva para anotar el nombre de dicha persona beneficiaria. La ley de circulación para este tipo de títulos valor nominativo exige también tres requisitos en la legislación ecuatoriana: 1) la cesión; 2) la entrega material del título; y, 3) el registro de la transferencia en los libros del emisor.

La cesión y la entrega del título valor nominativo es idéntico en tratándose de un título valor a la orden, dar cuenta de la voluntad de transferir el derecho literalizado. No obstante sus efectos jurídicos difieren, es decir, la sola cesión y entrega, no transfieren el título valor nominativo, ya que solo faculta al endosatario para dirigirse al acreedor o emisor del título a exigirle la anotación de la transferencia en el libro respectivo. El endosatario, tenedor legítimo del título- valor, solo podrá legitimarse una vez que obtenga del creador o emisor del título el registro de la transferencia.

II.3.3. Título valor al portador

Son títulos valores al portador aquellos en los que no se menciona al beneficiario, o contienen la indicación de ser “al portador”. El título valor al portador constituye la máxima manifestación de la aptitud circulatoria de los títulos valor, el tenedor legítimo será cualquiera que tenga materialmente el documento. En consecuencia, los títulos valor al portador se transmiten por la sola entrega del documento, no se requiere endoso.

TÍTULO III

LA CRISIS DEL TÍTULO VALOR DERIVADO DE SU GESTIÓN

De los conceptos referidos precedentemente destacamos que el título valor como forma de representación de los derechos a través de un documento físico lo convierte en un bien mueble identificable e insustituible respecto de otros títulos, por lo que su gestión exige un tratamiento separado e individual en la administración de los derechos, debiendo tener presente además que su construcción, aparte de su función jurídica de dar seguridad al tráfico de los derechos, presta servicios al comercio mobiliario como medio facilitador de las transacciones.

Históricamente los canales de la distribución de emisiones de títulos masivos en los mercados de capitales, han sido las bolsas de valores, que en forma conjunta con otras instituciones tales como los encargados de los sistemas de tenencia, registro, compensación y liquidación, son los organismos que facilitan el tratamiento, seguridad, rapidez y confianza en la negociación de estos valores.

Sin embargo, esta gran perfección de la configuración jurídica de los títulos valor que permitió prestar en principio muy eficientemente su función de representación y traslado de la riqueza, desembocó en una crisis de su propio éxito conocida como la crisis del papel – paperwork crunch – que a decir de Guillermo Cabanellas de las Cuevas y Gabriel De Reina Tartière, en su libro Mercado de Capitales, tuvo lugar cuando en 1968 se llegaron a negociar en la Bolsa de Nueva York, cantidades que ascendían a veintiún millones diarios de acciones; en esas circunstancias se multiplicó el número de errores materiales en las transacciones y se elevó el costo de tramitación perjudicando seriamente la fiabilidad del mercado. Este fenómeno se produjo en mayor o menor medida en los principales mercados bursátiles del mundo, la Bolsa de Madrid lo acusó a finales de la década de 1980. Esta masificación de los títulos ya había causado problema tiempo atrás; Alemania lo vivió en 1882 con los títulos de deuda pública, lo que motivó la administración de un sistema de depósito colectivo paliando los inconvenientes de la manipulación numerosísima de los títulos de deuda imperial. Esta experiencia dio lugar al desarrollo de una elaborada

doctrina jurídica que creó el concepto de derecho valor alternativo al concepto de título valor, representación documental y por tanto material de un derecho; casi un siglo después, en 1940, lo elevó a norma jurídica, creando el nuevo concepto de derecho valor, esto es, una representación registral y en consecuencia desmaterializada de un derecho.

Isabel Rodríguez Martínez en su libro *Instrumentos y Gestión de los Valores Anotados en cuenta*, expresa que:

Pese a la innovación que supuso la construcción del título valor, el papel deja de ser el soporte idóneo del derecho, para pasar a ser un instrumento de representación poco rentable; ello se debió en gran parte a los elevados costos de impresión, custodia y manipulación (pág. 42).

Con respecto a este último aspecto se sumaban los problemas que ocasionaba, el hurto, falsificación y movilización, lo que ocasionaba un conflicto en la seguridad de la circulación y la justicia. El fenómeno de la masificación impidió que los instrumentos ideados para un mejor funcionamiento para el tráfico económico pudieran cumplir esta función. Precisamente esa masificación y las exigencias derivadas de la gestión del documento fueron los detonantes de la crisis.

La crisis de los títulos valor se hace sentir principalmente en aquellos ámbitos donde debía circular el capital. Por una parte la crisis del documento escrito no se hizo esperar en el sector bancario, donde se sustituyó la documentación escrita por mecanismos informáticos, en razón de la necesidad de mayor rapidez en la comunicación de los instrumentos; por otra parte, la bolsa, exigía los dictados propios de un mercado organizado, esto es, la rapidez y seguridad en la circulación del capital, a los que el título valor ya no podía responder. En este ámbito la documentación escrita de los títulos resultaba conflictiva por su constante y voluminosa negociación.

TÍTULO IV

LOS GRADOS DE DESMATERIALIZACIÓN DEL TÍTULO VALOR

En cuanto al documento en sus distintos grados de desmaterialización, Isabel Rodríguez dice que:

Los inconvenientes del papel habían demostrado la necesidad de evitar su utilización como instrumento imprescindible de circulación (...) En efecto, la utilización masiva de los títulos valor comenzó a ser tan frecuente que tuvo que recurrirse a mecanismos que obviasen la necesidad física del traslado del documento (p.45)

Es así como se acudía a que los valores mobiliarios sean depositados en una entidad de crédito para su inmovilización, de tal forma que las transferencias futuras se hicieran mediante anotaciones contables, sin movimiento físico de los títulos, introduciendo ya el carácter de la fungibilidad de los valores. Este procedimiento constituye un primer paso o el inicio de una forma de desmaterialización que la legislación española la denominó “Sistemas Correctores”, para lo cual se creaban títulos múltiples que quedaban inmovilizados en el depósito, siendo en lo posterior el fraccionamiento y las transferencias registradas por anotaciones contables.

Se mantenía la incorporación de los derechos al título – valor, pero se intentaba corregir los problemas generados por la gestión material de las masas de títulos. De igual forma se llegó a prescindir de la presentación material de cada título a efectos de la legitimación; así un certificado múltiple suplía el traslado de los títulos al portador. Especialmente en el ámbito del mercado de capitales, se produjo un fenómeno que consistió en suprimir progresivamente el documento papel como característica del título valor, por la anotación en un sistema informatizado, con el fin de evitar las dificultades que generaba en la práctica la masiva movilización de los títulos.

Hay que tener presente que estas dificultades de individualizar los títulos, movilizarlos, depositarlos, contarlos, comprobar la numeración, el riesgo de robo, deterioro, pérdida, falsificación, conllevaba un trabajo minucioso con alto riesgo de equivocaciones que implicaba un aumento significativo de costos y por tanto un mayor impacto en el retorno de

la inversión, convirtiéndose en el detonante a favor de una decidida racionalización jurídica económica en la gestión de los títulos; éste antecedente es la razón de la creación de los sistemas de anotación contable de valores desmaterializados y por tanto la desincorporación del derecho intangible materializado en un documento. Desde este punto de vista, tenemos entonces el primer elemento que sustenta que se ha producido con este cambio una desvinculación del derecho al regresar a su estado natural, es decir inmaterial.

Como se refirió anteriormente, este sistema fue propio de los sistemas europeos de corte alemán que ya desde el año 1882, constituyó una caja en la que se concentraban los títulos sobre los cuales se iba a operar. No había pérdida de la propiedad para el depositante, sino la transformación de su dominio sobre una cuota parte del conjunto de títulos. El depositante no podía exigir la devolución de los mismos títulos depositados sino otros títulos del mismo valor nominal.

La segunda vía de solución a la crisis del título valor, consistió en un sistema sustitutivo de los títulos – valor, en el que éstos ceden el paso a un instrumento jurídico nuevo, la anotación en cuenta, fundamentado en la representación registral de los valores, es decir, la creación de los valores desmaterializados; así, el derecho incorporal e intangible que se había plasmado en un documento físico y tangible, se lo volvía a desincorporar representado ahora por un registro contable y encausándose sus derechos por los principios registrales. Se inició un proceso por el que el documento escrito y las funciones por él cumplidas, fueron sustituidos por sistemas racionalizadores del tráfico de los derechos, todo ello, dentro del fenómeno global de la “desmaterialización” de las relaciones económicas.

El fenómeno de la desmaterialización, a decir de Isabel Rodríguez Martínez ha sido definido como:

Aquel proceso en el que se incluyen todos aquellos fenómenos, tanto fácticos como normativos, en virtud de los cuales, la existencia, transmisión o el ejercicio del derecho se desgaja o independiza, en mayor o menor medida, de la producción, de la tradición o de la presentación del título en que tradicionalmente se hallaba documentado (p.46).

La desmaterialización de los valores, a nuestro criterio va a implicar la ruptura del vínculo jurídico existente entre el ejercicio y transmisión del derecho y la posesión del documento,

es decir del soporte caratular. El grado de desmaterialización se centra en la pérdida de funciones que el documento escrito deberá desempeñar en cada uno de los peldaños que le conducen hasta su total desmaterialización en su relación jurídica. Así, se presentan tres grados de desmaterialización.

IV.1. La desmaterialización en grado mínimo

La desmaterialización en grado mínimo en la cual se limita la necesidad del documento para el ejercicio del derecho que incorpora, por ello, más que hablarse de una desmaterialización, debería hablarse de una inmovilización física del documento para el ejercicio del derecho; en este estado no se elimina el elemento de incorporación, pero sí queda mermada la eficacia del documento escrito en el ámbito de la legitimación para el ejercicio del derecho, que es sustituido por un mecanismo jurídico obligacional del depósito.

IV.2. La desmaterialización en grado medio

Desmaterialización en grado medio, en cuyo estado se produce junto al depósito del papel su verdadera inmovilización jurídica y su titularidad es transmitida por anotaciones contables. Como consecuencia el documento pierde su efectividad como vehículo legitimador del ejercicio de derechos y como elemento material de la entrega que perfecciona la transmisión del derecho que incorpora. El documento existe, pues la constitución del derecho se hace depender del documento; sin embargo, se produce una desvinculación entre la circulación del derecho y la del documento en detrimento de éste último. Se habla de inmovilización jurídica en este grado de desmaterialización, porque en este estado el documento existe, si bien el título queda depositado llegando ciertamente no a su desaparición física, pero sí a cierta desaparición en el plano del tráfico jurídico, por cuanto por una parte, queda relegado como instrumento de legitimación de derechos, y, por otra parte, deja de ser instrumento al servicio de la transmisión de la titularidad. En este grado de desmaterialización se incorporan los mecanismos de depósito fungible propios de los modelos europeos de corte alemán.

IV.3. La desmaterialización en grado máximo

Finalmente tenemos la desmaterialización en grado máximo, que se produce cuando la constitución, ejercicio y transmisión del derecho se hace depender de un nuevo soporte de tipo contable carente de materialidad física, que debe garantizar la seguridad del tráfico jurídico con la misma efectividad que lo hizo el documento en su momento. En este grado de desmaterialización el documento tradicional es sustituido por la inscripción contable. Y a diferencia de los otros grados de desmaterialización, la fijación de la relación jurídica en el soporte contable implicará su sujeción a un régimen jurídico especial.

TÍTULO V

DERECHO ESPECIAL DE LOS VALORES DESMATERIALIZADOS

A propósito de la ponencia de Cándido Paz Ares, sobre la “Desincorporación de los Títulos-Valor”, dictada en el Colegio Notarial de Madrid el 21 de abril de 1995, resulta interesante citar el planteamiento que hacía cuando señalaba que el proceso de desincorporación puede ser y de hecho ha sido construido tanto como un proceso de desestructuración del derecho especial de los títulos valores o como un proceso de reestructuración. En el primero caso podíamos vernos abocados a que por la desincorporación, es decir llegar al estado original, quedar sometidos a la disciplina del derecho común sobre la cesión del crédito, lo que significa renunciar a las ventajas jurídicas del derecho especial, sin embargo, como ya lo dijimos, al tener este régimen de anotación en cuenta también una publicidad material y efectos circulatorios, funciones fundamentales del título valor, podemos colegir que por esta razones no perdemos esas ventajas jurídicas y que nos encontramos enmarcados dentro de un proceso de reestructuración.

Mostraremos que la desincorporación se desgaja de la ecuación jurídica equivalente entre la constitución, transmisión y ejercicio de los derechos y la producción, tradición y presentación del documento, y es aquí donde ahondaremos nuestros comentarios a efecto de ratificar que a raíz de la aparición de este nuevo sistema de anotación contable de los valores desmaterializados, se construye un nuevo tratamiento jurídico especial del derecho valor.

En el plano de la constitución de los derechos, resulta evidente que existe una desincorporación cuando ya no se precisa la producción del documento físico, pues éste es remplazado por una inscripción contable, siendo su uso relegado, por cuanto aún si inicialmente se emitieran títulos físicos, cuando entran a un sistema de depósito colectivo, éstos quedan inmovilizados y tienen la particularidad de convertirse en fungibles por lo que el titular se convierte en el dueño de una cuota parte, prescindiendo del documento físico en la potenciales transacciones que realice, ya que lo que se negocia son cantidades de la

emisión, consecuentemente pierde totalmente el sentido de que exista si no va a ser utilizado. En realidad en el régimen del título valor, éste tenía una significación simbólica para demostrar su legitimación en el ejercicio de los derechos y para materializar la transferencia con la entrega.

En el plano del ejercicio de los derechos, recordemos que la incorporación significa que los derechos no pueden ejercerse sin la posesión del título y de ahí nacían los principios de legitimación y presentación. Bajo la estructura de la anotación en cuenta, ese principio de la presentación desaparece al no existir el título físico, por lo tanto también su posesión es remplazada por la anotación contable. En nuestro ordenamiento jurídico el ejercicio de los derechos se ve fortalecido con la legitimación que le confiere el artículo ⁸64 de la Ley de Mercado de Valores, por lo que estamos también frente a la desincorporación del ejercicio de los derechos.

La desincorporación en el plano de la transmisión se da porque se prescinde de la entrega del título que es remplazado por la transferencia contable, no encajando aquella entrega bajo el régimen de la administración de depósito colectivo, pues lo que se transmite son cuota partes de copropiedad sobre el conjunto de los títulos de la misma especie, en virtud de sendos apuntes contables de cargos y abonos en la cuentas de los partícipes.

Desde este punto de vista, se ha desgajado e independizado los derechos del título valor produciéndose su desincorporación jurídica. Abona a nuestros comentarios destacar que teniendo el título valor como una de sus características materiales su individualidad, es decir la identificación de un sistema de numeración que permite vincular la titularidad sobre el derecho incorporado al documento, este vínculo también se pierde cuando esos derechos comienzan a circular en un sistema de anotación en cuenta bajo la administración de un depósito colectivo.

Martínez Echeverría y García de Dueñas (citado por Rodríguez Martínez Isabel, 2006, pag.55) respecto a la desincorporación expone:

⁸ **Art. 64.-** Titularidad de los valores.- Para los fines de toda operación con valores en custodia en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, se reputará como titular o propietario a quien aparezca inscrito como tal en los registros del depósito.

El modo de alcanzar la desincorporación ha sido la representación registral de los valores. Entendemos que es un error atribuir a la informática el mérito de la nueva concepción de los valores como valores desmaterializados. Por supuesto que el tratamiento informatizado de la información ha jugado un papel fundamental en este proceso, pero la suya ha sido una función técnico instrumental, lo que ha permitido que desde la lógica jurídica, se afirme que la desmaterialización de los valores ha sido la configuración de un sistema registral específico que gracias a la atribución de fuerza constitutiva a las inscripciones registrales relativas a los valores negociables y sin necesidad de servirse de la representación documental, permite la constitución de los valores como bienes inmateriales y el ejercicio de los derechos que de ella se derivan. En el plano teórico y es en éste en el que debemos movernos al configurar dogmáticamente los valores anotados en cuenta, no es preciso que el registro sea llevado por medios informáticos.

En esta línea sostenemos que la utilización de soportes electrónicos para llevar a cabo el registro contable de una anotación en cuenta, son herramientas de medio que facilitan y dan agilidad al proceso y por ningún motivo podrían considerarse como una forma de evolución del título físico, tanto así que también pudiera llevarse estos registros en forma manual; no obstante, estamos conscientes que en la práctica la gestión de la anotación en cuenta debe llevarse a través de medios informáticos sin los cuales sería inviable, puesto que estaríamos expuestos a cometer múltiples errores si el tratamiento fuese manual, efecto negativo atribuible a la masificación de los títulos valores objeto de oferta pública. Por estas razones nos parece equivocado construir el concepto de anotación en cuenta fundamentado en la informática, cuando ésta tiene solo una función accesoria. En la legislación ecuatoriana, la anotación en cuenta implica el registro o inscripción computarizada, según lo prevé el literal e) del artículo 62 de la Ley de Mercado de ⁹Valores y ¹⁰63 del mismo cuerpo legal.

⁹ Artículo 62, e): Podrá unificar los títulos del mismo género y emisión que reciba de sus depositantes, en un título que represente la totalidad de esos valores depositados. El fraccionamiento y las transferencias futuras se registrarán mediante el sistema de anotación de cuenta. El sistema de anotación en cuenta con cargo al título unificado implica el registro o inscripción computarizada de los valores, sin que sea necesario la emisión física de los mismos, particular que será comunicado inmediatamente al emisor, de ser el caso; y,

¹⁰ **Art. 63.-** Del contrato de depósito.- El contrato de depósito de valores, que ha de constar por escrito en formatos aprobados por la Superintendencia de Compañías, se perfecciona por la entrega real de los títulos o de los registros electrónicos en caso de valores en cuentas, acompañados de los actos circulatorios correspondientes de conformidad con lo previsto en los artículos 233 y 234 de esta Ley. Para el efecto, el

En cuanto a la función económica desempeñada por la anotación en cuenta, es semejante a la desempeñada por los títulos valores, pues los valores anotados en cuenta fueron creados por el legislador precisamente para que cumplan la misma función de los títulos valores, pero por medio de una instrumentación jurídica diferente, técnicamente más perfecta; ambos instrumentos desde el punto de vista jurídico – económico es la seguridad y rapidez en el tráfico de los valores negociables. Desde esta óptica esa seguridad y rapidez se consigue, tanto en el caso de los títulos valor como en el de los valores anotados en cuenta, por el sometimiento de ambas figuras a los principios y al régimen de los derechos reales. A esto podemos añadir de modo indirecto, que ¹¹también constituyen un incentivo para la inversión y medio para facilitar la desinversión.

Por buena parte de los fundamentos que hemos enunciado, un sector de la doctrina entiende que es más consecuente enmarcar la nueva realidad en una categoría jurídica nueva. No tiene sentido hablar de una evolución del título valor, ya que éste valor nació con el derecho incorporado al papel, esta es su esencia; una vez que desaparece el papel se rompe el vínculo jurídico adherido a él y por ende desaparece el título valor, permaneciendo los valores anotados en cuenta.

En definitiva y luego de mostrar las diversas corrientes que se han plasmado sobre esta nueva representación de los derechos de emisiones en serie o en masa, compartimos que el valor desmaterializado o el título inmovilizado tiene definitivamente sus bases en un sistema registral, que se constituyen sobre una anotación contable y no sobre la producción de un documento; donde la transmisión no se produce con la entrega del título valor sino con una transferencia contable; donde las inscripciones o anotaciones en el registro son oponibles frente a terceros; donde existe un reconocimiento legal de la titularidad del derecho con el registro contable; donde las anotaciones se rigen por los principios de

C.N.V., emitirá normas de carácter general que establecerán los códigos de seguridad que deberán contener los registros electrónicos contentivos de los valores en cuenta. Podrán actuar como depositantes directos las bolsas de valores, las casas de valores, las instituciones del sistema financiero, los emisores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, los inversionistas institucionales y las demás personas que determine el C.N.V., mediante norma de carácter general. El depositante, sin necesidad de estipulación expresa, garantizará la autenticidad, integridad y titularidad de los valores. A partir de la entrega, es responsabilidad del depósito en cumplimiento de su deber de custodia y conservación de los valores, el garantizar la autenticidad de los actos de transferencia, gravamen o limitación que inscriba en los registros a su cargo.

¹¹ Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta, Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico, páginas 11 y 132.

prioridad y tracto sucesivo, lo que nos inclina a favor de que la anotación en cuenta no es una evolución del título valor, si no más bien, que se trata de una nueva realidad jurídica con identidad propia y régimen jurídico especial, que necesita guardar armonía entre los distintos cuerpos legales del ordenamiento jurídico ecuatoriano.

Concluimos entonces que la anotación en cuenta se ha configurado como modelo antagónico del título valor, en la medida en que los valores representados mediante anotaciones en cuenta ya no resultan conceptualmente vinculados a cuerpo material alguno. Es un nuevo medio de representación de los derechos que se caracteriza por la inmaterialidad del soporte, el mismo que permite la desvinculación de la relación jurídica de soportes materiales a través de registros contables.

TÍTULO VI

SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA

Los registros contables de los valores desmaterializados se constituyen en la pieza fundamental del sistema de anotación en cuenta, tanto por lo que se refiere a la constitución o existencia de los propios valores anotados como por lo que respecta a la circulación de los derechos. Como lo habíamos sostenido, la esencia de este nuevo sistema no se centra en la informática, sino en los principios registrales, que a nuestro entender es un medio para lograr la misma finalidad que se planteó el sistema de títulos valores, esto es, lograr la seguridad jurídica y la agilidad en la movilización de los derechos, por lo tanto el servicio que presta no está contenido en el ámbito del derecho informático sino en los principios registrales

La informática junto con el carácter inmaterial de los valores, aporta una evidente rapidez en la gestión. Dotado de una eficacia material, la inscripción en un registro contable de valores es válida tanto inter partes como erga omnes, esto permite calificar los registros de valores como registros de seguridad jurídica; en razón del objeto inscribible, también se puede calificar a éstos registros de bienes, concretamente, los valores inscritos son bienes inmateriales; no obstante, a pesar de su calificación como registro de bienes, los registros de valores no se estructuran siguiendo principios de folio real, sino que, su estructura interna sigue principios contables.

Para que la anotación en cuenta despliegue adecuadamente su eficacia debe estar revestido de publicidad; esa publicidad tiene un doble aspecto: material y formal

VI.1. Publicidad material

La publicidad material de los registros de las anotaciones en cuenta supone que una vez inscritos en el registro un hecho relacionado con los valores se presume que éste es conocido por los terceros; si un tercero ignora el dato inscrito en el registro, él debe asumir las consecuencias de su desconocimiento, en cambio, si un dato todavía no se ha inscrito en el registro contable, no se puede oponer frente a terceros.

La publicidad material se ve reflejada también en el principio de legitimación que le da la propia ley, conforme al cual la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo frente a aquellos que deban satisfacerlo en el ejercicio de los derechos incorporados al valor. En la parte material suponemos de una publicidad desde el momento en que los valores son constituidos mediante la anotación en cuenta. Para el caso ecuatoriano, este principio de legitimación se encuentra consagrado en los artículos ¹²64, 67 y 68 de la Ley de Mercado de Valores. Finalmente, la publicidad material se refleja en que la transmisión de valores será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.

VI.2. Publicidad formal

La publicidad formal, que es aquella por la cual los terceros pueden conocer el contenido de los registros, tiene claras deficiencias en virtud de que los medios para conocer la titularidad será a través de su propio titular con una certificación extendida por la entidad que lleva la custodia.

Así como en el régimen de los derechos reales del título valor, la publicidad posesoria se convierte en la columna vertebral, con los valores desmaterializados la legitimación de la publicidad material con la anotación en cuenta y la necesidad de que medie un negocio causal para la transmisión de la titularidad real, son características atribuibles para cobijarse también bajo las ventajas de protección de los derechos reales de los títulos valor frente al derecho común, donde el adquirente de un documento comercial necesita probar su legitimidad frente al deudor. Esta afirmación se consolida dentro del contexto de la Ley de

¹² **Art. 64.-** Titularidad de los valores.- Para los fines de toda operación con valores en custodia en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, se reputará como titular o propietario a quien aparezca inscrito como tal en los registros del depósito.

Art. 67.- Fungibilidad de los valores.- Los valores que consten de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible; por lo tanto, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores.

Art. 68.- Emisión de certificaciones.- El Depósito Centralizado, a solicitud del depositante, de la casa de valores que lo represente, de las Superintendencias de Compañías o de Bancos y Seguros o por orden judicial, podrá extender certificados relativos a las operaciones realizadas. - A solicitud del depositante o del titular podrá extender certificados relativos a los valores que tenga en custodia, los que tendrán el carácter de no negociables y en cuyo texto necesariamente constará la finalidad para la cual se extienden y su plazo de vigencia, que no podrá exceder de treinta días. En ningún caso podrán constituirse derechos sobre tales certificados. Los valores respecto de los cuales se emitan estos certificados quedarán inmovilizados durante el plazo de vigencia del certificado.- En todos los casos en que las leyes exijan la presentación de títulos, bastará el certificado conferido por el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.

Mercado de Valores, cuyo artículo 234 en su primer inciso establece que la transmisión de los valores representados por anotaciones en cuenta, tendrán lugar por transferencia contable; la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos valores

VI.3. Definiciones sobre los sistemas de anotación en cuenta, anotación en cuenta y desmaterialización

Encontramos definiciones de anotación en cuenta y desmaterialización de valores en el marco de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en el apartado de Glosario de Términos, cuyos textos los transcribimos a continuación:

“Anotación en cuenta: Nota contable efectuada en un registro electrónico, la cual es constitutiva de la existencia de valores desmaterializados, así como de los derechos y obligaciones de sus emisores y de sus legítimos propietarios. Servicio prestado por un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.”

“Desmaterialización de Valores: Consiste en sustituir valores físicos por anotaciones electrónicas en cuenta. Estas anotaciones electrónicas en cuenta poseen la misma naturaleza y contienen en si, todos los derechos, obligaciones, condiciones y otras disposiciones que contienen los valores físicos.”

No obstante, complementaremos estos conceptos con una definición propia más amplia de lo que es el sistema de anotación en cuenta. Diremos entonces que el sistema de anotación en cuenta es el conjunto de principios y normas jurídicas que dan sustento legal a la creación, representación y circulación de los derechos a través de anotaciones contables. A su vez, la anotación en cuenta la entendemos como la representación registral de un derecho que da lugar a la constitución de un valor desmaterializado o inmaterializado y la desmaterialización como la sustitución de un título valor por una anotación contable reconocida por mandato legal como un valor. De estos dos últimos conceptos extraemos que si bien hay una estrecha relación entre la anotación en cuenta y la desmaterialización, éstos no son sinónimos.

Al respecto, ¹³Guillermo Cabanellas De las Cuevas, 2009, señala:

La anotación en cuenta es una forma de representación de los valores negociables o mobiliarios, alternativa a los títulos valor, forma también aplicable a los restantes instrumentos financieros. Existe identidad en la función que prestan los valores anotados y los títulos valor. No obstante, en nuestra opinión, eso no significa que tengan la misma naturaleza jurídica ni, como se ha afirmado por voces autorizadas, que los valores anotados sean una forma evolucionada de los títulos valor. Los valores anotados en cuenta tienen naturaleza jurídica propia.

A decir de Isabel Rodríguez Martínez, “*el sistema de anotaciones es un sistema de representación y trasmisión de los derechos*” que los dota de apariencia. El sistema de anotación en cuenta sería entonces un sistema articulado e instituido por el ordenamiento jurídico en aras de la seguridad del tráfico y del principio de publicidad, con la particularidad de que lejos de tratarse de esa publicidad posesoria propia de su antecesor el título valor, la anotación en cuenta participaría de aquellos principios que recuerdan a un sistema de publicidad básicamente registral. Mientras el sistema de anotación en cuenta tiene su fundamento en la inscripción de los registros contables, el sistema de títulos los tiene en la posesión.

VI.4. Principios regulatorios aplicables a una estructura de un sistema de anotación en cuenta

Nuestra regulación al respecto refiere dos principios que lo encontramos en el artículo 66 de la Ley de Mercado de Valores cuando señala que los registros contables de los depósitos se registrarán por los principios de prioridad de inscripción y tracto sucesivo; no obstante citaremos otros que consideramos relevantes para dotar de eficacia al sistema de anotación en cuenta.

¹³ CABANELLAS DE LAS CUEVAS, TARTIÉRE GABRIEL DE REINA, MERCADO DE CAPITALES, EDITORIAL HELIASTA S.R.L., Buenos Aires, 2009.

VI.4.1. Principio de Prioridad

Se encuentra enunciado en el tercer inciso del ya referido artículo 66 de la Ley de Mercado de Valores: “ *En virtud del principio de prioridad, una vez producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior. Así mismo, el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo el Depósito Centralizado practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación.*”

Este principio se refiere a que los derechos que otorga el registro están determinados por la fecha de su inscripción y, a su vez, la fecha de inscripción está determinada por el día y hora de su presentación. Si un registro es incompatible con otro ya inscrito, simplemente no podrá inscribirse, ya que la inscripción del primero produce el cierre definitivo del registro para el que llegó después. Si un registro no resulta incompatible con el anterior, sino que simplemente se ha presentado al registro, se dará prioridad al que ingresó primero, pero no se producirá el cierre registral para otros actos, solo se inscriben atendiendo el orden de llegada.

VI.4.2. Principio de Tracto Sucesivo

El cuarto inciso del artículo 66 de la Ley de Mercado de Valores prevé: “*En virtud del principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores será precisa la previa inscripción de los en el registro contable a favor de cedente. Igualmente, la inscripción de la constitución, modificación o no extinción de los derechos reales sobre valores inscritos requerirá de su previa inscripción a favor del disponente.*”

Este principio es también llamado de tracto continuo, en razón del cual ninguna inscripción podrá hacerse, salvo la primera, sin que previamente esté inscrito el derecho de donde emana. Es decir, que para poder inscribir una transferencia previamente debe existir el registro del valor a nombre del cedente; igual cosa sucede con el registro de gravámenes, para cuyo efecto es necesario que previamente existan valores inscritos a nombre de quien los afecta. Creemos que el marco regulatorio debiera expresamente incorporar otros

principios esenciales, que se encuentran previstos en el Real Decreto 116/1992 de 27 de febrero, y que nos parece importante señalar:

VI.4.3. Principio de Legitimación

La legislación ecuatoriana no establece expresamente el principio de legitimación, como sí lo hace con el de prioridad y tracto sucesivo; sin embargo, este principio está recogido en el artículo 64 de la Ley de Mercado de Valores. En un sistema de anotación en cuenta, el principio de legitimación está implícito y es también llamado en la doctrina como “principio de credibilidad general del asiento”, en virtud del cual el asiento produce todos los efectos mientras no sea declarado inexacto o inválido; su fundamento es facilitar la vida jurídica mediante la presunción de que toda apariencia de derecho conlleva la existencia del mismo. A través del principio de legitimación, el titular del derecho hace uso del ejercicio de sus derechos.

Existen dos clases de legitimación:

Legitimación activa: el titular del registro, por el hecho de serlo, está autorizado para ejercer el derecho del cual es titular sin ninguna limitación.

Legitimación pasiva: Es la que protege al tercero de buena fe que no tiene ningún derecho inscrito a su favor, cuando se relaciona con quien sí lo tiene.

VI 4.4. Principio de la unidad de representación

La totalidad de los valores pertenecientes a una misma emisión deberá sujetarse a la misma forma de representación.

Al respecto hemos observado que en los procesos de oferta pública de valores que son autorizados por el ente supervisor, se faculta al emisor para que en una misma emisión se pueda emitir alternativamente los valores en forma materializada o desmaterializada de acuerdo a las exigencias del mercado. Creemos que debiera guardarse uniformidad y ser definitivamente el emisor quien imponga las condiciones y no el inversionista

Consideramos que no es lo más apropiado que una misma emisión circule en el mercado a través de diferentes formas de representación, por cuanto, aunque los fines económicos que

persiguen los títulos valores y la anotación en cuenta son los mismos, su tratamiento jurídico especialmente en los actos circulatorios son sustancialmente diferentes, por lo que no se estaría cumpliendo una de las finalidades de la desmaterialización que es la agilidad en el tráfico y circulación de los derechos.

Abona a nuestra opinión la disposición contemplada en la Ley 24/1988 de Mercado de Valores de España, en el artículo 5 del capítulo II “De los valores representados por medio de anotación en cuenta”, que señalada: *“La modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión.”*

VI.4.5. Principio de la Irreversibilidad.

La Ley de Mercado de Valores no dispone expresamente la imposibilidad de materializar valores desmaterializados; al contrario, se torna una obligación, cuando el artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores, literal a) establece como una de las operaciones autorizadas a dichas entidades, recibir depósitos de valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores y encargarse de su custodia y conversación hasta su restitución a quien corresponda; es decir, cuando un emisor deja de estar inscrito en dicho Registro y por ende sus valores, el Depósito Centralizado no puede continuar con la custodia y administración de sus títulos.

Si los valores nacen desmaterializados o se desmaterializan después de su emisión, su materialización resta el fin perseguido que es la agilidad y seguridad en el tráfico y la circulación de los derechos. Por ello, proponemos una reforma legal en este sentido, dejando abierta la posibilidad, en casos excepcionales expresamente estipulados, que deberán ser normados por la vía reglamentaria del ente regulador. El texto propuesto diría:

“La emisión de valores representados en anotaciones en cuenta no se podrán transformar en títulos valor, salvo casos excepcionales que serán expresamente determinados por la vía reglamentaria”. Nuevamente abona esta posición el referido artículo 5 de la Ley 24/1988 que en su último párrafo expresa: “La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible”.

VI.4.6. Principio de la unidad del registro contable

Asignar una misma emisión a dos entes registrales rompe el vínculo de depósito **centralizado** y operativamente dificulta los registros contables de cargos y abonos, pues con dos sistemas informáticos, que podrían ser incluso de diferentes características o incompatibles, se pueden generar problemas de interconexión o diversidad en las estructuras registrales.

Al respecto, otras legislaciones como la española, establece que la llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a una única entidad. Nuestra propuesta, es incorporar en la Ley de Mercado de Valores una disposición que exprese: “El registro contable de los valores de una emisión será asignado por el emisor a una única entidad registral. En el caso de valores negociables en el mercado de valores, serán los depósitos centralizados de compensación y liquidación los únicos que ofrezcan estos servicios.”

VI.4.7. Principio de la inscripción constitutiva

Los valores representados por medio de anotación en cuenta, se constituyen como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable: La anotación en el registro contable sustituye a la emisión del título físico, por lo que ese reconocimiento debería estar expresamente previsto en la Ley, por lo cual, proponemos la incorporación del siguiente texto en la Ley de Mercado de Valores: “Se reconoce como el acto constitutivo, de los valores representados por medio de anotación en cuenta, la inscripción en el registro contable.

VI.4.8 Principio de la irreivindicabilidad

Este principio lo encontramos expresamente estipulado en la propia ley española, artículo 9 de la Ley 24/1988, que considera que el tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotación en cuenta de una persona que aparezca legitimada para transmitirlos según los asientos del registro contable, no estará sujeta a reivindicación, salvo que a la fecha de la adquisición haya obrado de mala fe o culpa grave. El texto propuesto para la incorporarlo en la Ley de Mercado de Valores es el que sigue: “El tercero adquirente de buena fe del titular registral no estará sometido a reivindicación.”

TÍTULO VII

ENTIDADES REGISTRALES

Un pilar fundamental del sistema de anotación en cuenta, es determinar la entidad o entidades encargadas de llevar las anotaciones contables y la forma estructural del registro.

En el caso de los valores negociados en los mercados organizados, los registros contables que reflejan la titularidad de los valores y su transmisión no suelen estar en manos de los emisores sino en una entidad intermedia, generalmente una central de depósitos. Para el caso ecuatoriano, la Ley de Mercado de Valores ha dejado esa responsabilidad al Banco Central del Ecuador y a las sociedades anónimas constituidas con el nombre genérico de Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores, cuyo único objeto social es proveer servicio de custodia, registro de transferencia y operar como cámara de compensación y liquidación de valores; adicionalmente, están autorizados para realizar las actividades previstas en el artículo 62 de la misma ley, que son afines a su negocio.

Destacamos en nuestro sistema financiero, en el que está inmerso el mercado de capitales, que la Ley de Mercado de Valores ha facultado únicamente a los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores para que actúen como entidades registrales de los valores que se negocian en el mercado de valores, es decir, no existe un reconocimiento legal para que otra entidad ejerza esta función.

Si la tendencia del tráfico jurídico de los derechos contenidos en valores negociables, es que no tengan representación material, entonces tendríamos que impulsar las reformas legales a efectos de permitir que otras instituciones, que bien pudiera ser el propio emisor o cualquier sociedad mercantil, actúen como ente registral. Remarcamos una vez más, que el uso de las herramientas informáticas es un medio y que la creación de un documento electrónico por sí solo, tendría serias limitaciones en el tráfico jurídico de los derechos en un mercado público al no estar precedida del reconocimiento legal del emisor como ente registral que permita legitimar la titularidad de los derechos a través de la anotación en cuenta. Si hoy por ejemplo las instituciones financieras quisieran incursionar en emisiones

desmaterializadas de títulos genéricos y llevar sus propios registros, necesitarían el respaldo de una disposición legal que los faculte para ello, mientras tanto deben utilizar al Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores.

En esta materia, la legislación española ha facultado para que la llevanza del registro contable, cuando se trate de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, es decir cuando se transen en las bolsas de valores o cualquier otro mecanismo de negociación autorizados, esté a cargo de las sociedades de sistemas las que actúen como entes registrales centrales, que son similares a los depósitos centrales. Cuando los valores a ser negociados no estén admitidos en estos mercados, el emisor libremente designará entre las empresas calificadas como de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas para realizar esta actividad.

Se consideran a las empresas como servicio de inversión a: las sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras, pero únicamente las dos primeras tienen la facultad de ser entes registrales; en cambio, las entidades de crédito pueden serlo en la medida que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica los habiliten para ello.

TÍTULO VIII

FORMA DE REPRESENTACIÓN DE LOS VALORES NEGOCIABLES EN EL ECUADOR Y EN OTROS PAÍSES IBEROAMERICANOS.

La masificación de emisiones de títulos físicos en serie, como resultado de las fuentes de financiamiento que utilizan las sociedades, están resultando inconciliables con el movimiento de los mismos por lo que se aprecia una tendencia mundial hacia los sistemas desmaterializados especialmente en los países desarrollados; no obstante, en nuestros mercados, como apreciaremos a continuación, luego de la tabulación de resultados levantados sobre un estudio de los sistemas de representación, registro, compensación y liquidación de valores en los países que conforman esta región, y del cual uno de los maestrantes y el Director de esta tesis han sido colaboradores de este trabajo, observamos que en algunos países se ha mantenido el sistema de representación cartular, acompañado en algunos casos de la inmovilización de los títulos que suelen reducirse a un título globalizado o macro título, siendo en esta entidad donde se asientan contablemente la transmisión de los derechos sobre esos títulos, desincorporándose así atributos característicos de los títulos valores derivados de los principios de legitimación posesoria y tradición; mientras que en otros países se ha optado por la desmaterialización completa de los valores o inmaterializados, es decir la emisión nace a través de la anotación en cuenta, consecuentemente se desincorpora la propia constitución del valor negociable.

En nuestro país coexiste la posibilidad de que las emisiones estén representadas en forma física, desmaterializada o inmovilizada. El sustento legal para el caso de las emisiones de obligaciones lo encontramos en el segundo párrafo del artículo 160 de la Ley de Mercado de Valores, y, para los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, en el último inciso del artículo 148 de la propia Ley. Para las acciones por suscripción pública no se encuentra en la Ley de Mercado de Valores disposición expresa sobre la forma de representación; sin embargo, el artículo 189 de la Ley de Compañías, en su tercer inciso que se refiere a la inscripción de la transferencia de acciones, admite la posibilidad de una forma de desmaterialización cuando señala: "...En el caso de acciones

inscritas en una bolsa de valores o inmovilizadas en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores la inscripción en el Libro de Acciones y Accionistas será efectuado por el depósito centralizado...”. Quedará entonces como facultad del órgano máximo de la sociedad mercantil o a quien ésta delegue, la facultad de resolver la forma de representación de las acciones. Refuerza lo anterior la facultad que le ha dado el artículo 67, literal e) de la Ley de Mercado de Valores a los Depósitos Centralizados de unificar los títulos del mismo género y emisión que reciba de sus depositantes, en un título que represente la totalidad de esos valores depositados de tal forma que el fraccionamiento y las transferencias futuras se registrarán mediante el sistema de anotaciones en cuenta.

Un punto relevante a destacar en la circulación de los derechos dentro del marco de la ley de circulación, es que tradicionalmente los títulos valores se clasifican en nominativos, a la orden o al portador; sin embargo, cuando nos encontramos con títulos inmovilizados o representados por anotaciones en cuenta, no tiene mucho sentido mantener esta distinción puesto que los valores son todos nominativos en la medida que se registran por anotación contable a nombre de algún titular. Abona a este comentario, Cabanellas de las Cuevas Guillermo y De Reina Partiere Gabriel, cuando sostiene que *dos son las características esenciales de los valores anotados en cuenta, la nominatividad y la fungibilidad* (pag.63). La nominatividad, porque los valores se identifican con el nombre de su titular, y la fungibilidad porque los derechos que se transfieren son los de la misma serie y emisión, más no los del mismo valor.

A continuación mostraremos una tabulación de resultados que extrajimos del estudio que realizó la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, cuya primera edición fue lanzada en San José Costa Rica, en Abril del 2012, libro que como ya antes lo mencionamos, fue el producto de talleres de trabajo con organismos reguladores de países Iberoamericanos en el que Ecuador tuvo sus representantes, entre ellos, al Director de esta tesis y uno de los maestrantes.

Como nota relevante de este cuadro, observaremos que la representación de los valores en Iberoamérica no guarda uniformidad, variando notablemente entre un país y otro, aunque en la mayoría de los casos todos tienen como opción en sus normas legales la facultad de optar por emisiones con representación contable, especialmente cuando se trata de

instrumentos de deuda pública. Otro punto a relieves es que en los cuerpos legales, no existe expresamente la facultad o el derecho que pudiera tener el inversionista de solicitar la materialización de un título individual, no obstante la tendencia es que se suprima este derecho bien por ley o por las condiciones establecidas por el emisor cuando resuelve la emisión.

REPRESENTACIÓN DE LOS VALORES EN IBEROAMÉRICA

Países	Representación Cartular	Representación Contable	Certificados Globales	Notas Relevantes
Argentina	x	X	X	Los títulos físicos representan el 0,5% de los valores en circulación
Bolivia	x	X	X	
Brasil	x	X		Todos los valores de sociedades cotizadas en bolsa están representados por anotaciones en cuenta. Sólo en las instituciones financieras es potestativo.
Chile	x	X	X	Instrumentos de deuda pública obligatoria la desmaterialización. Instrumentos de deuda privada pueden estar desmaterializados o en certificados globales. Instrumentos de renta variable pueden ser físicos o desmaterializados.
Colombia	x	x	X	Si bien puede emitirse títulos físicos, la totalidad de los valores que se negocian están representados por anotaciones en cuenta.

Países	Represen- -tación Cartular	Represen- -tación Contable	Certifica- dos Globales	Notas Relevantes
Costa Rica	x	X	X	Los títulos físicos representan un menor porcentaje que los desmaterializados o los físicos inmovilizados.
Ecuador	x	X	X	
El Salvador	x	X		A partir del año 2002 todos los valores de deuda que se emitan deben ser desmaterializados. La representación de los valores de renta es opcional.
España	x	X		Se permite la emisión en forma física o desmaterializada; no obstante todos los valores que se cotizan en las bolsas obligatoriamente su representación deben ser por anotación en cuenta.
Guatemala	x	X		Cabe la posibilidad de emitir en cualquiera de las dos formas pero la gran mayoría son emisiones físicas.
Honduras	x	X		En la emisión de valores públicos prepondera las anotaciones contables mientras que en el privado lo físico.
México	x		X	No hay emisiones desmaterializadas.

Nicaragua	x	X		Facultativo los dos tipos de emisiones pero la norma sugiere que procurarán que sea desmaterializado.
Panamá	x	X	X	
Paraguay	x		X	Desde Julio del 2010, las emisiones de renta fija adoptan la representación de títulos globales. Las emisiones de renta variable siguen siendo físicas.
Perú		X		Para todos los valores que se cotizan en mercados organizados.
Portugal	x	X		En la práctica la inmensa mayoría se emite en forma desmaterializada.
Uruguay	x	X		A partir de Diciembre del 2009, sólo se emite en forma desmaterializada.

TÍTULO IX

ESTRUCTURAS REGISTRALES DE LOS DEPÓSITOS Y SU TRATAMIENTO JURÍDICO RESPECTO A LA TITULARIDAD Y LA CIRCULACIÓN DE LOS DERECHOS. LA ESTRUCTURA EN EL ECUADOR Y EN LOS DEMAS PAÍSES IBEROAMERICANOS.

La inmovilización en principio y luego la desmaterialización pura de los valores, da lugar a que todo este sistema de anotación en cuenta, es decir el régimen de creación y circulación de los valores, sienta sus pilares sobre anotaciones contables o principios registrales, por ello es importante identificar primero a que entidad o entidades registrales ha facultado la Ley para prestar dicho servicio y la forma como ha de llevarlo; este engranaje es lo que se conoce como estructuras registrales.

Esta estructura toma su importancia porque dependiendo de ella el tratamiento jurídico y la circulación de los derechos varía. Como lo habíamos manifestado, generalmente para el caso de los valores inmovilizados o desmaterializados que se negocian en un mercado organizado o bursátil, el registro donde se refleja la titularidad y su posterior transmisión lo lleva una entidad del mercado de valores que se interpone (no jurídicamente) entre el emisor y el inversionista, generalmente una Central de Depósito, es decir, el registro no suele estar en manos del emisor. La organización estructural de este registro varía de unos países a otros, dependerá de su base normativa.

Se conocen tres tipos de estructuras registrales:

El sistema único y central permite identificar la identidad de los inversionistas finales, los titulares tienen cuentas individuales abiertas directamente en la central de depósito, aunque las relaciones entre los inversores y el depósito se canalizan contractualmente a través de sus intermediarios que actúan como agentes o representantes de aquellos, siendo éstos los únicos que pueden dar instrucciones a la central de depósito sobre transferencias o gravámenes de los valores o ejercicios económicos o políticos. Este modelo no plantea grandes problemas jurídicos, porque la titularidad del derecho está plenamente identificada

en el inversionista. En el caso ecuatoriano, el artículo 65 de la Ley de Mercado de Valores faculta a los Depósitos Centralizados el ejercicio de los derechos patrimoniales inherentes a los valores que se hallen en su custodia, restringiéndole el ejercicio de los derechos extra patrimoniales como intervenir en juntas o impugnar acuerdos sociales u otros.

El modelo o sistema doble escalón no permite que los inversores finales guarden una relación contable - registral directa con la central de depósito o con la entidad encargada de llevar el registro. Coexiste un registro central, donde las entidades financieras o depositantes directos mantienen cuentas abiertas globales respecto de sus clientes y otra cuenta segregada para su portafolio propio, consecuentemente en este esquema operativo no constan los saldos de los titulares finales. El reconocimiento de la titularidad de los valores en los inversores, se da a través de los registros contables que lleve su agente intermediario en detalle por cada uno de ellos.

De igual forma que el modelo anterior, el sistema multinivel tampoco permite conocer los inversores finales, pues así mismo existe respecto al intermediario o depositante directo, un registro central con cuenta de portafolio propio y otra global de clientes en la que tiene como mandante a otro intermediario o depositante directo, por lo tanto será en el último eslabón de la cadena donde quede registrada contablemente la titularidad del inversionista final. Es muy usual el uso de estos registros cuando los mercados están abiertos a operaciones transfronterizas.

En los sistemas transparentes, en los que el nombre del inversionista aparece individualizado en los registros contables de la entidad registral, se puede mantener sin graves dificultades los principios del sistema de anotación en cuenta, al existir un reconocimiento de la constitución del valor mediante la anotación en cuenta contable, y, de la transmisión, por los asientos contables de cargos y abonos; así, los inversores tienen el derecho de propiedad de forma directa, es decir un derecho real que aparece legitimado con su inscripción en el registro contable. En los casos de prenda u otro tipo de gravamen sobre los valores, la constancia registral o anotación al margen equivale a la entrega física de los bienes tangibles. Los depositantes directos o agentes intermediarios que operan con la central de depósito, a pesar de que tienen la relación contractual, no adquieren ninguna titularidad sobre los valores, sino que, como mandatarios, están obligados a seguir las

instrucciones de sus clientes o comitentes. Esta estructura registral reduce los riesgos pero no los elimina, porque perfectamente el intermediario o depositante directo podría disponer de los valores sin el consentimiento del titular; por ello el ordenamiento jurídico debe establecer mecanismos de control para evitar este tipo de conductas.

En las estructuras de doble escalón y sistemas de multinivel, la realidad de la titularidad contable va a depender del cuadro y la conciliación que realice el intermediario o depositante directo o del último de la cadena, respecto a sus cuentas de detalle, es decir estará supeditado al buen hacer de este profesional. En estos modelos no existe la relación del titular de un valor con la entidad encargada del depósito, incrementándose entonces los riesgos de custodia. Cuando la tenencia se articula a través del uso de estos modelos, se ha cuestionado la calificación jurídica que han de recibir los derechos del inversor y cuales son sus atributos materiales, en particular su naturaleza de derecho real individual o colectivo, o personal o de crédito, siendo fundamental la aclaración de su calificación para proteger adecuadamente el tráfico de los derechos, frente a concursos o embargos de acreedores del intermediario o de la entidad registral.

Si los derechos de los inversionistas se los califica como derechos reales estarán protegidos, no así, si son calificados como derechos personales por cuanto el inversionista frente al intermediario tiene la calidad de acreedor y por tanto está sometido a la prelación de créditos, razón por la cual resulta relevante que el marco normativo sea claro y preciso, de forma tal que se elimine cualquier incertidumbre del problema que plantea el uso de estas cuentas globales de clientes o comitentes.

De lo que observamos en la tabulación de resultados, la gran mayoría de los países que tienen estructuras registrales de doble escalón o multiniveles han incorporado en sus cuerpos legales, normas de protección al inversor, tales como por ejemplo, que el registro contable no puede ser revocado sin el consentimiento del inversionista; que los valores quedan protegidos en caso de insolvencia del intermediario y por consiguiente pueden ser objeto de un derecho de separación bien individual o colectivo; que los valores no forman parte de los activos del intermediario ni del depósito centralizado; que los terceros que han constituido un derecho de garantía real sobre dichos valores también quedan protegidos; cláusulas apropiadas en los contratos de los intermediarios con sus clientes, detallando

cuales son sus deberes y derechos, entre otros. La estructura registral que utiliza el sistema ecuatoriano es el Registro Único o Transparente, es decir que el inversionista adquiere la titularidad real sobre los valores. La base legal sobre la que se sostiene esta estructura, lo lleva implícito el artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores cuando cita *“El depósito procederá a abrir una cuenta a nombre de cada depositante. Cada una de estas cuentas se subdividirá, a su vez, en tantas cuentas y subcuentas como comitentes declare....”*. Esta disposición legal guarda consonancia con el artículo ¹⁴5, numerales 2 y 3, de la sección I capítulo II, título II de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores cuando se refiere a las obligaciones del depósito; con el artículo ¹⁵14 sobre la propiedad de los valores y artículo ¹⁶15, acceso a la información.

Con una visión de futuro, hacia la integración de los mercados, nos ha parecido interesante mostrar a continuación la tabulación de los resultados con ciertas notas relevantes, que arrojó el estudio de las estructuras registrales, la calificación que se le da a los derechos dependiendo del modelo de registro que se utilice y las entidades reconocidas como entes registrales, compensadores y liquidadores. Observamos que mientras en algunos países las funciones de negociación, compensación y liquidación son realizadas por una misma entidad, en la mayoría, la contratación o negociación son efectuadas por una entidad diferente a la que realiza las funciones de compensación y liquidación; y finalmente en otros países, las tres funciones son llevadas por tres entidades diferentes.

¹⁴ **Art.5.- Obligaciones de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.-** Para dar cumplimiento a lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores estarán obligados a: (...)

2. Enviar a sus depositantes los estados de cuenta mensuales y a los propietarios o titulares al menos trimestrales, que contendrán todas las operaciones realizadas y la posición neta a la fecha de emisión. El depositante y el propietario o titular tendrán el plazo de diez días para realizar las observaciones al estado de cuenta, contados a partir de la fecha de recepción del mismo.

3. Certificar a pedido de sus depositantes titulares o propietarios, en forma inmediata, precisa y actualizada, los movimientos y operaciones.

¹⁵ **Art.14.- Propiedad de los valores.-** Será propietario del valor a quien conste como tal en los registros del depósito centralizado de compensación y liquidación de valores (...)

¹⁶ **Art. 15.- Acceso a la información.-** El depositante, los emisores y titulares de los valores tendrán en todo tiempo, acceso a la información actualizada sobre las operaciones (...)

ESTRUCTURAS REGISTRALES EN IBEROAMÉRICA

Países	Registro Único	Doble Escalón	Multiniv el	Notas relevantes
Argentina	x			
Bolivia	x			
Brasil	x			
Chile		x		
Colombia	x			
Costa Rica	x			
El Salvador		x	X	
España		x		
Honduras	x			
México		x		
Nicaragua	x			
Panamá		x		
Paraguay	x			

Países	Registro Único	Doble Escalón	Multinivel	Notas Relevantes
Portugal		x	X	
Uruguay				No existe un Registro Central de valores, por cada emisión se designa una entidad registrante, normalmente han sido las bolsas de valores, instituciones de intermediación financiera y el Banco Central para los valores públicos.

TRATAMIENTO JURÍDICO DE LA TITULARIDAD EN IBEROAMÉRICA

Países	Derecho Real	Derecho de Crédito	Notas Relevantes
Argentina	x		
Bolivia	x		
Brasil	X		Sin embargo la institución que mantiene la custodia posee la propiedad fiduciaria y como tal puede recibir dividendos e intereses pero carece de derechos políticos.
Chile	X	x	Se podría colegir que tiene una combinación de los dos, si bien el depósito es considerada dueña de los valores, el depositante y el mandante ejercen el dominio de los valores.
Colombia	X	x	
Costa Rica	X		
Ecuador	X		
El Salvador	X		
España	X		
Honduras	x		

Países	Derecho Real	Derecho de Crédito	Notas Relevantes
México			Para el ejercicio de los derechos el depósito emite constancia documental que se complementa con el listado de titulares que formulan los depositantes donde se refleja su tenencia en valores y la acreditación de su titularidad y legitimación por lo que se presume que tienen un derecho real.
Nicaragua	X		
Panamá		x	Pero protegido en caso de concurso del emisor.
Paraguay		x	
Perú	X		
Portugal	X		
Uruguay	X		

INSTITUCIONES COMPENSADORAS Y LIQUIDADORAS EN IBEROAMÉRICA

Países	Depósitos Centralizados	Bolsa de Valores	Entidad de Contraparte Central	Otros	Notas Relevantes
Argentina			X	X	Merval S.A, actúa como entidad de contraparte para las operaciones bursátiles: MAE como ente compensador y liquidador del OTC y del mercado de futuros.
Bolivia	x				
Brasil			X	X	Participan dos entidades de contraparte, la una para acciones, derivados de acciones y títulos de deuda corporativa, la otra para derivados financieros y agropecuarios. Para el mercado OTC opera un compensador CETIP

Países	Depósitos Centralizados	Bolsa de Valores	Entidad de contraparte Central	Otros	Notas Relevantes
---------------	--------------------------------	-------------------------	---------------------------------------	--------------	-------------------------

Colombia			X		Se trata de una sociedad anónima que utiliza el modelo 1 para la compensación y liquidación de renta fija y el modelo 3 para renta variable.
----------	--	--	---	--	--

Chile			X	X	Participan dos entes, la entidad de contraparte actúa compensando y liquidando acciones y cuotas de fondos cerrados y el otro como cámara de compensación sobre títulos de renta fija.
-------	--	--	---	---	--

Costa Rica				x	
------------	--	--	--	---	--

Ecuador	x				
---------	---	--	--	--	--

El Salvador					No se revela pero se aclara que no cuentan con ECC.
-------------	--	--	--	--	---

España	v				
Países	Depósitos Centralizados	Bolsa de Valores	Entidad de contra parte Central	Otros	Notas Relevantes

Guatemala	x				
México		x			
Nicaragua	X	x		X	Pueden compensar y liquidar Depósitos Centrales, la bolsa de valores o sociedades compensadoras.
Panamá	X				Latinclear S.A
Paraguay		x			
Perú	X				Cavali S.A
Portugal			X	X	Para ciertos instrumentos que se lo determina por norma es obligatorio que se interponga una de contraparte, para otras sociedades compensadoras y liquidadoras.
Uruguay		x		X	El Banco Central, ambas funciones

TÍTULO X

EL CONTRATO DE DEPÓSITO COLECTIVO DE VALORES

El depósito y administración de valores es una actividad que por sus características tiene una función auxiliar o complementaria de las actividades principales de los mercados, como es la compra venta de valores. Estos contratos operan tanto en los mercados primarios, donde se ponen a disposición de los inversores por primera vez los instrumentos financieros o valores, y en los mercados secundarios donde se realizan sucesivas compras y ventas de dichos instrumentos. Respecto al contrato de depósito colectivo, el Prof. Tapia Hermida, citado en el libro Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica, 2012, pag.183 dice: *“mediante este contrato el titular de un conjunto de valores negociables e instrumentos financieros, encarga a un intermediario habilitado, la custodia y administración conservativa de los mismos a cambio de una comisión de depósito.”*

Sobre esta institución jurídica la doctrina española hace una distinción entre depósito y administración en función de la materialización o no del instrumento objeto de la custodia. Aunque se considera un tipo contractual único, dentro del mismo pueden diferenciarse dos subtipos: depósito de valores para emisión de títulos físicos y el de administración para el caso de valores cuya emisión se realice mediante anotación en cuenta. Al respecto, el artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores española establece la desmaterialización de valores como requisito para la admisión a negociación en el mercado secundario de valores, pese a que se mantiene la posibilidad de representación por títulos físicos o anotación en cuenta. Por ello, la legislación española ha superado esta dualidad y ha venido a configurarse una categoría única de custodia y administración, en las que ambas actividades son inseparables.

Cabe destacar la tesis que manejan varios autores: Garrigues (Contratos Bancarios) considera que se trata de un depósito administrado, en el que predomina la función conservativa de los valores, siendo el elemento de administración una función accesoria pero que no podría desarrollarse independiente de aquella. Otros autores consideran que

teniendo en cuenta que el objeto del contrato sean valores desmaterializados, se trata de un contrato de depósito y comisión mercantil, en virtud que la causa del negocio consiste tanto en la custodia como en la gestión de conservar los valores anotados en cuenta. Para Broseta (Manual de Derecho Mercantil), es un contrato de comisión, en donde se prescindiría del elemento de custodia en beneficio de poner énfasis en la actividad de gestionar y administrar bienes ajenos, en el caso instrumentos financieros del cliente.

Resulta oportuno hacer el análisis y precisar el termino “depósito” para asociarla con la actividad propia del depósito colectivo, toda vez que en nuestra legislación se acompaña con el término “custodia”, así lo refiere el artículo 9 “Depósito y Custodia de valores” de la sección III, capítulo II, subtítulo IV, título II de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. Entendemos que esta titulación obedece a la posibilidad de que puedan coexistir emisiones de títulos físicos o desmaterializados en su forma pura; sin embargo, cabe señalar que por sí solo el término depósito frente a emisiones desmaterializadas, no guardaría coherencia en virtud de que el acto constitutivo nace con una anotación en cuenta que se origina en una facultad inherente al Depósito Centralizado, y es por esta razón que por su naturaleza de “colectivos”, en los que está implícito el concepto de administración, cabría utilizar el término “custodia” ya que su gestión conservativa viene acompañada de la gestión de administración de los valores.

La doctrina ha identificado dos tipos de depósitos: a) regular, y, b) irregular. El contrato de depósito regular es aquel por el cual una persona recibe de otra un bien para su custodia y conservación, con la obligación de restituirlo cuando lo solicite el depositante, de manera que adquiere una obligación de especie o cuerpo cierto; se los considera como un típico contrato real, es decir de aquellos que se perfeccionan con la entrega de la cosa. El depositario no adquiere la propiedad de los bienes que recibe en depósito, por lo cual no puede usarlo ni consumirlo ni disponer del mismo. El contrato de depósito irregular es aquel en que el depositario adquiere la obligación de devolver un tanto o cantidad equivalente de bienes de la misma especie y calidad; se caracteriza porque el depositario adquiere la propiedad de los bienes que recibe y puede disponer libremente de ellos.

Un caso típico de contrato depósito irregular es el que celebran los depositantes con las instituciones financieras para la apertura de sus cuentas corrientes, ahorros o depósitos a

plazo, donde el cliente entrega su dinero para que el depositario pueda disponer libremente de él, siendo su obligación devolver una cantidad equivalente de dinero, sin que sean los mismos billetes o monedas que entregó.

En un sistema de anotación en cuenta, el contrato de depósito colectivo de valores tiene su nacimiento cuando una sociedad o ente depositario facultado por la ley, suscribe con sus depositantes directos un contrato en virtud del cual el depositario se obliga a restituir al depositante o transferir según las instrucciones de éste, valores por el mismo monto, clase, especie y emisor, que no necesariamente serán los mismos que entregó; consecuentemente, en la línea de los depósitos irregulares, el depositario puede disponer del valor entregado pero no adquiere su propiedad. Los ordenamientos jurídicos sobre esta materia claramente establecen que los valores así custodiados no forman parte del patrimonio del depositario, lo que implica que pueden disponer de ellos pero con la obligación de restituirlos con otros de la misma especie, pero que no pueden confundirse con los suyos ni asimilarse como tales. Por estas particularidades sostenemos que el depósito colectivo se constituye en una nueva figura jurídica de carácter mercantil distinto a los contratos de depósito en general.

Por la forma en como se estructura operativamente los registros de anotación en cuenta desde su constitución y posterior anotación contable de adeudos y abonos que dan cuenta de la circulación de los derechos, se podría entender que estamos frente a un sistema de depósito colectivo, por lo que consideramos de vital importancia que este instrumento nazca de un cuerpo legal que contenga una definición del concepto y los elementos mínimos que debiera contener el contrato.

En consecuencia diremos que, el depósito colectivo de valores es un contrato mediante el cual un depositante, que puede actuar por cuenta propia o de un tercero, entrega títulos valores a una entidad depositaria de valores, para su custodia y administración. Tratándose de valores desmaterializados o inmaterializados, el contrato se perfecciona con el nacimiento del valor a través de la anotación en cuenta efectuada por la entidad registral legalmente facultada para el efecto. La entidad depositaria queda obligada a restituir al depositante valores por el mismo monto, clase, serie y emisor, pudiendo aquella disponer de tales valores, que no formarán parte de su patrimonio. Por las características de colectivo, los valores depositados tienen el carácter de fungibles y los depositantes tendrán

un derecho de copropiedad sobre la emisión de los valores de la misma especie depositados en ella.

X.1. Elementos del contrato

X.1.1. Elementos Personales:

Dada la estructura registral de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores en nuestro mercado de valores (sistema único o transparente), el contrato de depósito es bilateral en el que pueden intervenir por una parte los depositantes directos señalados en el artículo 63 de la Ley de Mercado de Valores y por la contraparte el depositario administrador.

X.1.2. Elementos Reales:

De acuerdo al artículo ¹⁷ 2 de la Ley de Mercado de Valores, son objeto del contrato de depósito, los valores negociables en el mercado de valores ecuatoriano: acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuros o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio y participación o mixtos que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

X.1.3. Elementos formales

Al tenor de lo previsto en el artículo 63 de la Ley de Mercado de Valores, el contrato de depósito es un contrato privado que debe constar por escrito, cuyo formato debe ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

¹⁷ **Art. 2.-** Concepto de valor.- Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

Cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por Ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita.

X.1.4. Contenido mínimo del contrato

No se encuentra en nuestro marco legal exigencias de contenido mínimo de estos contratos, por lo que hay libertad contractual; no obstante, su contenido está sujeto a la aprobación de la Superintendencia de Compañías (órgano supervisor); sin embargo, estándares internacionales recomiendan que deberían contener al menos lo siguiente:

- Identificación de las partes obligadas y objeto del contrato
- Derechos y obligaciones de las partes
- Tarifas por los servicios prestados: concepto y periodicidad
- Informaciones que deben remitir al cliente, su periodicidad y forma de transmisión
- Cláusulas específicas con respecto a la rescisión y modificación del contrato
- Clarificación de responsabilidad en caso de incumplimiento por alguna de las partes
- Identificación de las garantías
- Mención del servicio de atención al cliente.

TÍTULO XI

PROCESO DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES

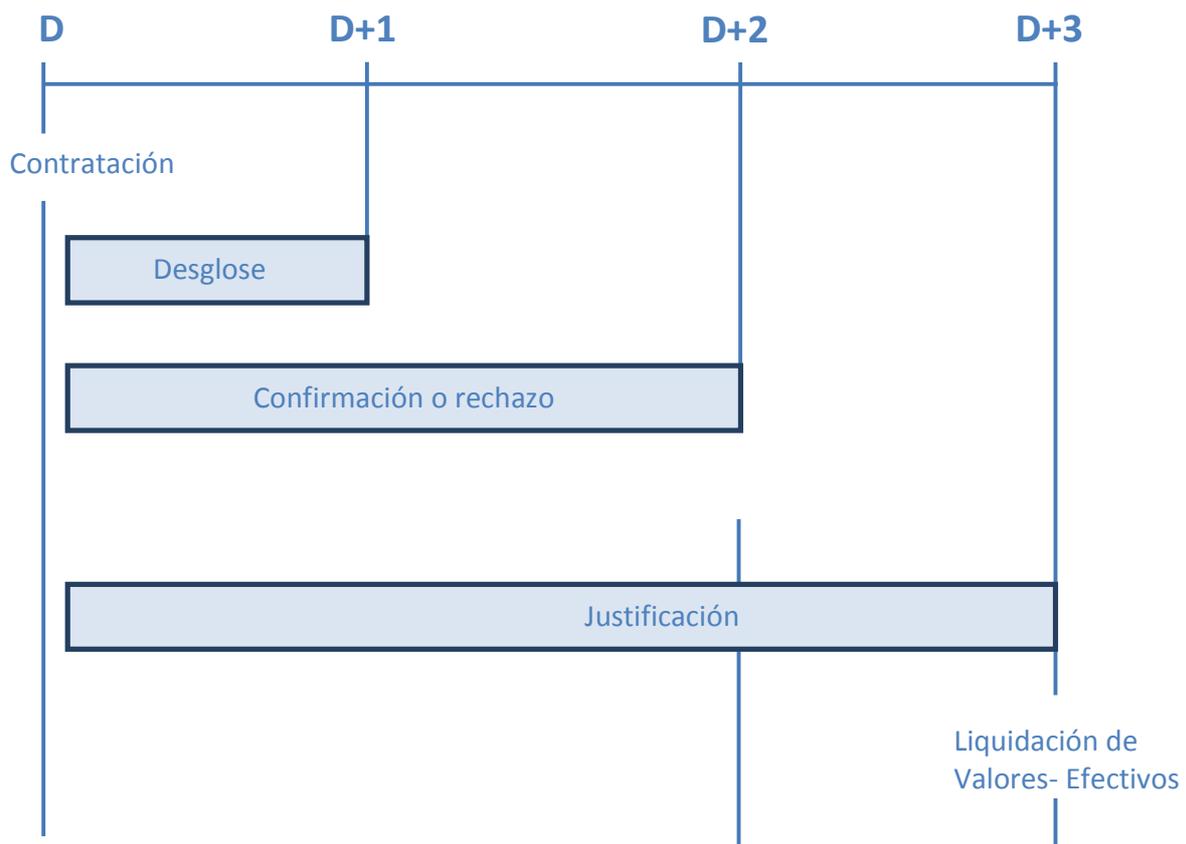
La importancia de ofrecer una infraestructura operativa y un marco normativo adecuado para los procesos de compensación y liquidación de valores que brinden confianza al mercado, ha sido siempre una constante preocupación de organismos internacionales; no debe ser ajeno a nosotros estos temas, que hoy son poco conocidos por los agentes del mercado, pues de seguir con las deficiencias regulatorias no será posible que el mercado de valores ecuatoriano se inserte en los mercados internacionales.

El proceso de compensación, liquidación y registro de valores puede ser realizado por una entidad compensadora y liquidadora del sistema, un depósito central de valores o una cámara central de contraparte, que en la actualidad está tomando cada vez más relevancia en los mercados internacionales, dotándoles de un plus que genera seguridad y confianza en el mercado por el cumplimiento oportuno de la liquidación de la operación y es por esta razón que amerita al menos describir de una forma muy breve la parte conceptual que lo haremos más adelante.

El sistema opera sobre varias fases y tiene como punto de partida, la información en tiempo real que reciben los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores o los entes que estén autorizados para dichas funciones por parte de los administradores de los sistemas transaccionales --Bolsas de Valores para el mercado bursátil ecuatoriano-- sobre las operaciones diarias que cierran los intermediarios de valores (casas de valores u operadores del sector público), en los mercados bursátil y extrabursátil respaldados en las ordenes de compra-venta debidamente suscritas por las personas autorizadas a ello; a este proceso se lo conoce como fase de contratación. Posterior a ello, los Depósitos o entes autorizados, realizarán actividades de confirmación con los intermediarios de valores sobre dichas operaciones, de tal forma que reciban información con el desglose de todas las operaciones en que hayan intervenido, identificando en cada una de ellas, por cuenta de quien se cerró la negociación (clientes o comitentes), y la entidad financiera que asumirá la liquidación del pago (desglose). En lo posterior, generalmente al final del día o al

siguiente dependiendo del tiempo de la liquidación o lo que se conoce como fecha valor ($t_0, t_1, t_2, t_3, \dots$), verificarán la posición del intermediario o depositante directo o participante, respecto al saldo de su cuenta (portafolio propio) o subcuenta (comitente) de valores, al mismo tiempo que establecerán la suficiencia de fondos del comprador a través de la información recibida de aceptación o rechazo por parte de la institución financiera liquidadora del pago (confirmación); estas actividades son las que se conoce como la fase de Compensación. La Liquidación propiamente es el perfeccionamiento de la entrega de los valores contra el dinero recibido (liquidación).

CICLO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN



XI.1. MODELOS DE LIQUIDACIÓN CON FUNDAMENTO EN EL PRINCIPIO DE ENTREGA CONTRA PAGO

La operación de liquidación bajo este principio garantiza que la entrega de los valores por parte del intermediario vendedor se la efectuará si, y solo si, el depósito de valores o la cámara de compensación y liquidación, según sea el caso, reciba del comprador los fondos suficientes para cubrir la operación cerrada; de igual forma lo contrario, es decir no se dará curso a los pagos sino se reciben los valores. Para que funcione este principio necesariamente el ente compensador y liquidador tendrá que estar conectado con la plataforma del sistema de pagos y con el ente registral, en el evento de que dichas funciones no estén a su cargo.

En el mercado internacional se distinguen tres tipos de modelos de liquidación.

XI.1.1. Modelo I

Consiste en la entrega simultanea de los valores y de los pagos en forma bruta, es decir, en forma individual por cada transacción realizada; el depósito, en sus oficinas, por cada agente intermediario, tratándose de títulos físicos, deberá recibir la cantidad de títulos según lo negociado e igualmente acreditar o girar cheques en la cuenta corriente del intermediario por cada transacción. Si la operación fue con valores desmaterializados no aplica el procedimiento de la recepción. Este modelo actualmente ha quedado en desuso, principalmente porque significa costos para el ente compensador y liquidador, restándole liquidez.

XI.1.2. Modelo II

Consiste en la entrega de los títulos físicos por cada operación, pero la liquidación del efectivo se hace por compensación neta o saldo final deudor o acreedor según el caso, es decir, se debitará o se acreditará en la cuenta corriente del intermediario según la posición neta de las compras frente a las ventas. Este modelo es el que utiliza el mercado ecuatoriano.

XI.1.3. Modelo III

Utilizado normalmente en los mercados desarrollados, y consiste en la compensación neta de valores del mismo emisor, clase y serie con una liquidación neta de efectivo.

XI.2. LIQUIDACIÓN DE EFECTIVO

La liquidación de pagos o liquidación financiera, implica la transferencia de los fondos de las partes compradoras netas hacia las partes vendedoras netas. En esta etapa intervienen los bancos privados en la que los participantes de este proceso de compensación y liquidación de valores, mantienen cuentas corrientes, incluyendo a la que mantiene el Depósito en el Banco Central para efectos de su participación en el sistema de administración de pagos con relación la compensación diaria de los pagos interbancarios, cuyas órdenes de transferencias finales irán a las cuentas corrientes de los beneficiarios respectivos.

En este punto debe tenerse presente, que el Depósito de Compensación y Liquidación de Valores para el cumplimiento del proceso de liquidación de efectivo, utiliza la plataforma de pagos del Banco Central, consecuentemente no hay que confundir la compensación y liquidación de pagos, que es una función inherente del citado Banco, con la compensación y liquidación de valores, que es una actividad propia de los Depósitos.

REGISTROS DE TRANSFERENCIAS

De forma inmediata al cumplimiento de la fase de liquidación, se producen los cargos y abonos en los registros contables correspondientes, es decir, la transferencia de los valores de la cuenta del transmitente al adquirente, consolidándose así la titularidad o el derecho de propiedad sobre los valores, siendo esta actividad lo que se conoce como el “registro de transferencias”, elemento fundamental no solo por sus efectos jurídicos, sino también para permitir un adecuado funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación pues no se podrá liquidar una operación si el obligado a la entrega de los valores no consta debidamente registrado.

Una forma ilustrativa para ubicarnos en el contexto del segmento al que nos estamos refiriendo, materia de nuestros comentarios, lo mostramos gráficamente a continuación:



Los agentes que participan en el lado izquierdo del gráfico son los actores estelares conocidos, es decir aquellos que se los visualiza, los que aparecen en pantalla interactuando activamente, utilizando los medios físicos e informáticos que brindan las bolsas de valores; por otro lado están los actores que no se ven, pero que intervienen para que las actuaciones de aquellos sean eficientes y eficaces, son aquellos de reparto que trabajan tras bastidores para que todo el acto funcione de manera continua y no se llegue a parar, de tal forma que no se cause perjuicio al público inversionista, nos estamos refiriendo a todos los participantes que aparecen en el lado derecho del gráfico, siendo éstos aquellas instituciones con funciones de entes registrales, entes compensadores, entes liquidadores o depósitos centralizados que se encargan de todas estas actividades juntas, cuya responsabilidad, utilizando las herramientas que la norma legal les provee, es procurar que todas las operaciones diarias que se cierran lleguen a liquidarse en los plazos previstos en las órdenes de negociación.

Y es durante este periodo, es decir desde la fecha en que se cierra la transacción, conocida como la fase de contratación, donde nacen derechos y obligaciones que deben ser cumplidos hasta la fecha valor o de liquidación, pero que pueden aparecer circunstancias que impidan cumplir con la anotación en cuenta, y que se conocen como los riesgos de

compensación o liquidación. Estos riesgos son componentes inseparables de la etapa de post contratación y los describiremos a continuación:

XI.3. RIESGOS DE POST CONTRATACIÓN

XI.3.1. Riesgo de crédito

Riesgo de crédito es el riesgo de que una contraparte no liquide una obligación por su valor completo, ya sea al vencimiento o en cualquier oportunidad a partir de ese momento, pudiendo incurrirse en un riesgo de reposición o riesgo del principal. El riesgo de reposición es el riesgo de que una contraparte en una operación vigente a ser completada en una fecha futura no cumpla oportunamente con su obligación, el resultado es el costo de reemplazar la operación original a precios vigentes del mercado, lo que significa que su grado de exposición dependerá de la volatilidad del precio de mercado y el lapso de tiempo entre la fecha de negociación y la fecha en que se cumpla efectivamente la operación. El riesgo del principal consiste en la pérdida de todo el valor de los títulos o fondos, motivada porque una contraparte no cumplió con la liquidación.

XI.3.2. Riesgo de Liquidez

Riesgo de liquidez es aquel de que una contraparte no liquide una obligación por el valor total de la negociación cuando ésta vence, sino en una fecha posterior. Este incumplimiento puede obedecer a un fallo técnico, un problema transitorio de liquidez o un efecto de cascada motivada porque otros participantes del sistema no cumplieron con sus obligaciones.

XI.3.3. Riesgo Operacional

El riesgo operacional consiste en el riesgo de pérdidas no esperadas que afecten a la contraparte, debido a deficiencias en los sistemas de información o en los controles internos, errores humanos o fallos en la gestión o administración.

XI.3.4. Riesgo Legal

Surge por la ambigüedad del marco regulatorio o por las deficiencias contractuales entre las partes, que pueden derivar en que la contraparte afectada sufra una pérdida.

XI.3.5. Riesgo de Garantías

El riesgo de garantías consiste en que la contraparte no haya cumplido con el llamado al margen individual de garantías (variación entre el precio de mercado y el de negociación) por el administrador del sistema de compensación y liquidación o por insuficiencia de valores en el fondo colectivo de garantías.

XI.3.6. Riesgo Sistémico

Es aquel riesgo producto del incumplimiento de cualquiera de los antes anotados, que producirá a su vez cadenas de incumplimientos entre los intervinientes del sistema colapsando el mercado. Mitigar estos riesgos deberá ser siempre la preocupación de todo administrador de estos servicios, pero para ello deberá contar con un marco regulatorio que prevea el uso de herramientas adecuadas, y en esta línea las figuras del préstamo de valores, líneas de crédito financieras, la firmeza de la operación, fondos de garantías individual y colectivo, suficiencia patrimonial de los agentes intervinientes, modelos de riesgo, coadyuvan a que estos riesgos sean administrados y controlados para que en la fase de liquidación no se produzcan incumplimientos que puedan ocasionar perjuicios a los titulares adquirentes de los valores o los receptores de fondos para los transmitentes de los mismos, evitando así desconfianza en el mercado y dando a su vez seguridad en el tráfico jurídico de los derechos.

TÍTULO XII

INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGOS JURÍDICO - FINANCIEROS

XII.1. MITIGACIÓN DE RIESGOS EXTERNOS

XII.1.1. Préstamos de valores

Se instrumenta a través de un contrato de naturaleza mercantil, mediante el cual el titular de los valores presta a otro deficitario de los mismos (prestatario), para que éste los pueda destinar a su enajenación o al cumplimiento de garantías o para cubrir posiciones en la fase de liquidación, con la obligación de restituirle títulos del mismo emisor, serie y clase pero no necesariamente los mismos, dado el carácter de fungibilidad que tiene el sistema.

En este tipo de transacciones se produce una transferencia de propiedad y no obra solo la entrega, es decir el prestatario al recibir los valores, se convierte en titular de los mismos, lo que podría generar cierta confusión al utilizar el vocablo préstamos. Realmente el fondo de esta figura es una operación financiera de reporto, venta con pacto de recompra, producto de la cual el prestador de los valores recibe una prima por la negociación. La inexistencia de este mecanismo en nuestro ordenamiento jurídico constituye una deficiencia local desde la perspectiva del manejo de los riesgos en los sistemas de compensación y liquidación por parte del administrador, y se agrava más en los países donde se contempla la existencia de una entidad de contraparte central.

Tratándose de cualquiera de los valores objeto de préstamos, éstos deberán estar libres de toda carga o gravamen, careciendo de dicha condición las acciones cuyos derechos políticos o económicos estén sometidos a alguna clase de limitación, restricción o suspensión.

No todos los valores pueden ser objeto de préstamo, esto dependerá de la sociedad que actúe como cámara compensadora y liquidadora que en base a lineamientos generales normativos dictaminados por el órgano regulador, mediante circulares, comunicará al

mercado las características y condiciones mínimas de los valores objeto de préstamos, siendo requisito fundamental, estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores

En el régimen operativo, este mecanismo se activa cuando la entidad adherida vendedora -- --- en nuestro mercado el depositante directo que de acuerdo al artículo 63 de la Ley de Mercado de Valores pueden ser las casas de valores, las bolsas de valores, las instituciones del sistema financiero, los emisores inscritos en el registro del mercado de valores, los inversionistas institucionales y cualquier otra persona que determine el Consejo Nacional de Valores --- incumpla su obligación de entrega por no poner los correspondientes valores en el plazo fijado para la liquidación, por lo que la entidad compensadora o liquidadora, o la que haga las veces (Depósito de Valores), saldrá al mercado a demandar estos valores objeto de la negociación en calidad de préstamo para su entrega a la entidad adherida compradora, a tal efecto suscribirá con todos sus adherentes un contrato tipo que deberá ser aprobado por el ente regulador. Inmediatamente después, la cámara de compensación o el depósito, procederá a la devolución de los valores tomados en préstamo entregando de los que reciba de la parte vendedora o en su defecto, los que adquiera con esta exclusiva finalidad en el mercado, teniendo acción de repetición contra el adherente incumplidor. Normalmente estas entidades participantes a la apertura de las ruedas de negociación ponen en un balcón informático los valores que serán objeto de préstamos especificando las cantidades disponibles y el periodo máximo del préstamo.

XII.1.2. Línea de crédito

Se trata de un mecanismo de fondeo de los Depósitos de Valores o de las cámaras de compensación y liquidación, con líneas de crédito abiertas en un grupo de entidades financieras, para garantizar la efectividad inmediata de pagos en caso de insuficiencia de fondos de la entidad participante compradora, suele también exigirse a las propias entidades participantes del sistema de compensación y liquidación.

XII.1.3. Esquema operativo para el uso de las dos figuras

XII.1.3.1. Incumplimiento de Valores

Al comprador se le entregan los valores obtenidos en préstamos

El vendedor no recibe el efectivo

El depósito o la cámara, dispone del efectivo retenido y las garantías

Si el vendedor entrega los valores, se le entrega el efectivo retenido

Si el vendedor no entrega los valores, el depósito o cámara, recompra los valores en el mercado con el efectivo recibido por parte del comprador, si hay diferencia de precios cuando ejerció la opción del préstamo de valores con el precio actual, cubre las diferencias con las garantías y penaliza al infractor.

XII.1.3.2. Incumplimiento de efectivo

El depósito o la cámara luego de que el sistema verifica la disposición de saldos monetarios para cubrir las operaciones y detecta faltantes, utiliza la línea de crédito para dar cobertura en un primer momento al incumplimiento.

Al vendedor se le entrega el efectivo así obtenido

El comprador no recibe los valores

El depósito o la cámara, dispone del efectivo recibido y las garantías

Si el comprador entrega el efectivo, se le entregan los valores y se cubre la línea de crédito

Si el comprador no entrega el efectivo, el depósito o la cámara, salen a vender los valores, si hay diferencias de precios con relación al precio pactado en la negociación inicial, se cubre con las garantías y se penaliza al infractor.

En escenarios normales donde funciona el principio de entrega contra pago, el depósito o la cámara a través del sistema verifica la disponibilidad de saldos de valores en la cuenta del vendedor y de efectivo en la cuenta del comprador. En caso afirmativo realiza la transferencia entre las cuentas, es decir hay simultaneidad.

XII.1.4. GARANTÍAS INDIVIDUALES

Las posiciones netas vendedoras y compradoras de los participantes o depositantes directos identificados así en nuestra legislación, luego del cierre de las operaciones en el mercado

hasta la fecha fijada para la liquidación, quedan expuestos a la variación del precio de los valores de acuerdo a las oscilaciones de los mercados, por lo que existe una exposición de riesgo que podría derivarse en una pérdida potencial en caso de producirse incumplimientos. Es por esta razón que algunos sistemas de compensación y liquidación de valores establecen requerimientos de valorar a precios de mercado todas las posiciones no liquidadas durante los días que dura el ciclo de liquidación. En la medida en que varíen los precios que afecten a la contraparte perdedora, se exigirá la constitución de una garantía colateral por la diferencia entre el precio de la transacción y el precio spot.

Pero existe la probabilidad de que estos participantes no cumplan con este requerimiento en el momento oportuno, en virtud de lo cual para salvaguardarse de estos infortunios, normalmente los administradores de estos sistemas exigen a sus participantes la constitución previa de garantías en función de los riesgos asociados inherentes a cada participante; en principio será un monto fijo inicial y luego en aplicación de modelos de riesgo, que dependerán de su exposición, requerirán de llamamientos al margen. Las garantías deben constituirse en efectivo y valores altamente líquidos con bajos riesgos de crédito y de mercado.

XII.1.5. GARANTÍAS COLECTIVAS

Se trata de un fondo común con características de solidario, por lo que se distribuye las pérdidas entre sus participantes en caso de incumplimiento de alguno de ellos. Su constitución igualmente será con dinero y valores de alta liquidez con riesgos de crédito y de mercado con tendencia a cero, en especial podrían ser valores gubernamentales; no obstante, la aportación de cada uno de ellos será proporcional al nivel de exposición de riesgo, teniendo como principales referentes los volúmenes negociados y la composición de su portafolio estresado a escenarios de pesimista, moderado y optimista.

XII.1.6. FIRMEZA DE LA OPERACIÓN

La firmeza se utiliza con distinto significado económico y formal en ámbitos diversos, sin embargo, el denominador común del término firmeza, es el propósito de garantizar la fiabilidad que merece la oferta de servicios realizada en el ámbito considerado. La aplicación de la caracterización de la firmeza en el ámbito de los servicios de inversión de

valores, revela dos usos distintos de la firmeza que pueden ser susceptibles de confusión. Con una primera visión se considera la firmeza como caracterización de los sistemas de post-contratación; pero la fase de negociación – contratación en el mercado también merece especial importancia, habida cuenta que las cotizaciones o contrataciones que se realizan en el mercado son vinculantes para las partes implicadas. Esta similitud de conceptos, pero no de identidad, radica en la desconfianza que la ausencia de firmeza ocasiona sobre el cumplimiento efectivo de las funciones del sistema considerado; sin embargo, las implicaciones en el desempeño de las funciones correspondientes al ámbito del mercado y de las correspondientes a la post-contratación, son de naturaleza diferente como para que el uso de la firmeza en uno y otro contexto no generen confusión.

La firmeza de los sistemas de post-contratación es un concepto que ha evolucionado desde sus formas iniciales hasta su codificación definitiva. Inicialmente el alcance de la misma se restringía al ámbito contractual entre los usuarios y proveedores de servicios de post-contratación. Los usuarios deben someterse a límites temporales estrictos definidos por el proveedor para el ejercicio de un eventual derecho de revocación de órdenes, a fin de culminar los procesos de compensación-liquidación con un mínimo de riesgo.

La debilidad inherente al carácter contractual de la firmeza, subyace a la evolución de ésta hacia una mayor formalización, por cuanto, mientras el poder de negociación constituye un factor importante para definir los acuerdos contractuales, la gestión de riesgos no puede tener excepciones. Un enfoque contractual no permite precisar qué entidades proveedoras del servicio están en condiciones de garantizar la firmeza necesaria. A esto hay que sumar que las soluciones contractuales no pueden asegurar la firmeza incondicional al contenido de decisiones judiciales. La ausencia de la protección jurídica de las soluciones contractuales frente a decisiones judiciales tomadas en el ejercicio de procedimientos concursales, es una amenaza tanto para el procesamiento de las órdenes de transferencia de valores y efectivo como para la efectividad de la ejecución de las mismas. Por ello, la codificación de la firmeza tenía que establecer oportunas protecciones frente a decisiones judiciales, entre las que se cuentan las reglas que establecen la retroactividad de las decisiones concursales desde el mismo comienzo del día en el que se adoptan.

La secuencia evolutiva de la firmeza tiene una triple condición: irrevocabilidad, incondicionalidad y efectos legales. La figura jurídica de la firmeza constituye un instrumento que permite dar seguridad y fiabilidad a la estructura financiera que compone el sistema de compensación y liquidación de valores, es decir, de post-contratación, ante eventos o decisiones judiciales tomadas luego del cierre de transacciones del mercado, que ponen en peligro el cumplimiento de la operación.

Este es un concepto relativamente nuevo, derivado de la progresiva concienciación sobre los riesgos concentrados en los sistemas de pago suscrito en Europa a finales de los 90, lo que conllevó a un extenso análisis del problema y una codificación de soluciones para ello. Se imponía la necesidad de que la firmeza adquiriera una carta de naturaleza formal, como mecanismo para proteger la integridad, tanto de los sistemas de pago como los sistemas de liquidación de valores.

Este concepto de la firmeza tiene su codificación inicial en la Directiva 1998/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 19 de Mayo de 1998, donde ponen de manifiesto la firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y liquidación de valores y señala que el objetivo esencial es evitar la perturbación de estos sistemas como consecuencia de los procedimientos de insolvencia que se pudieran incoar a un participante; mas adelante, en la Directiva 2009.44.CE del 6 de Mayo del 2009, se establece en su parte medular, que las ordenes de transferencia y la compensación serán legalmente exigibles y vinculantes con respecto a terceros, aun en el caso de que se incoe un procedimiento de insolvencia contra un participante o contra un operador de un sistema interoperable que no sea un participante, siempre que las ordenes de transferencia se hayan cursado al sistema antes de la incoación el procedimiento de insolvencia. Aclara también que si la orden de transferencia fue cursada al sistema después de la incoación del procedimiento de insolvencia y se ejecuten dentro de la jornada laborable dentro de la que se haya incoado dicho procedimiento, sólo será exigibles y vinculantes para terceros, si el operador puede probar que en el momento en que dichas órdenes de transferencia pasaron a ser irrevocables, no tenía conocimiento de la incoación del procedimiento ni obligación de haberlo tenido.

Siguiendo esta línea, los mercados de valores iberoamericanos han venido incorporando en sus normas esta figura haciéndola extensiva al ámbito civil, que en definitiva es una

especie de protección al mandato para que la ejecución de las órdenes de compra y venta de valores puedan, en la fase de liquidación, culminarse con éxito, mismas que tienen el carácter de firmes, vinculantes y legalmente exigibles para el participante obligado a su cumplimiento, así como oponibles frente a terceros y por consiguiente no podrá ser objeto de impugnación y anulación.

Ahora bien la interrogante y sobre la cual no se ha observado uniformidad en estos mercados, es que no existe un solo momento predefinido para considerar la irrevocabilidad de las operaciones, se ha dejado su determinación a cada uno de los sistemas donde se pretenda que exista. Los efectos de la firmeza se producen a partir de un momento concreto que se determina en las normas de cada sistema. Ahora bien, para el caso de nuestro país, la determinación del momento de la firmeza de la operación, puede ser desde la contratación, cuando nacen los derechos y obligaciones derivados de la negociación, o, en alguna de las fases de la post contratación.

A continuación señalaremos la firmeza en algunos países de Iberoamérica y en modelos Europeos, que ha sido expuesta en el texto Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica”:

Bolivia: Todas las órdenes, las fianzas y las garantías que son registradas por el sistema gozan de firmeza por ser emitidas por una autoridad competente. Además son oponibles frente a terceros desde su inscripción y conceden ciertos derechos de preferencia.

Brasil: En el sistema brasileño, las operaciones tienen firmeza con independencia de la insolvencia del participante.

Colombia: Todas las órdenes son firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación. Se entenderán aceptadas una vez que se hayan cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos por el sistema; una vez que sean firmes, no pueden verse alteradas por medidas judiciales o administrativas.

Chile: Desde el momento en que son aceptadas las operaciones por el sistema, las órdenes de compensación son irrevocables y no se pueden dejar sin efecto o modificarlas, salvo en

los casos previamente calificados y en la forma que señalen las normas de funcionamiento. Desde que las operaciones son aceptadas por el sistema, cualquier medida judicial precuatoria, los embargos o cualquier otra medida concursal solo se podrá ejecutar sobre los resultados de la liquidación si la hubiere.

El Salvador: La firmeza de las órdenes se otorga en el momento de la compensación monetaria que se produce cuando se ejecuta el traslado de los valores.

España: Las órdenes de transferencia serán firmes e irrevocables para las entidades adheridas que las hayan comunicado al Depósito Central de Valores. Éste no aceptará ninguna orden de transferencia de la entidad adherida a la que le haya sido incoado un procedimiento de insolvencia, una vez que dicha incoación haya conocida por el mismo. Por consiguiente son firmes el conjunto de órdenes de transferencias que las entidades adheridas han comunicado al sistema y éste considera aceptadas, con independencia del momento en el que corresponda realizar efectivamente la liquidación de las mismas.

Nicaragua, Honduras y Paraguay: No tienen un régimen para la firmeza de las operaciones.

México: Existe firmeza de las órdenes de transferencia desde que son aceptadas por el sistema.

Panamá: La firmeza se obtiene desde el momento de la negociación al ser irrevocable y al haber constatado la existencia de fondos y valores, la constitución de garantías, fianzas y pólizas y la posibilidad de descuento de las propias cuentas del participante.

Perú: Establece un régimen de firmeza de las operaciones, incluso sobre procedimientos concursales, protegiendo las órdenes de transferencia de valores y de efectivo que hayan sido aceptadas por el sistema. El momento que se considera aceptada una orden está definido en el reglamento del sistema y la protección frente al procedimiento concursal se produce siempre que la aceptación de la orden de transferencia haya sido anterior a la notificación del proceso concursal al sistema.

Uruguay: Las órdenes aceptadas antes de que la declaración de concurso sea notificada al sistema deben ser cumplidas.

Europa: La mayoría de los Estados Europeos cuentan con modelos que incorporan Cámara de Contrapartida Central, en los que la determinación del momento de la firmeza de las órdenes de transferencia de valores y efectivo recae en el ámbito de cada sistema, sin que los Estados hayan intervenido con su regulación en la fijación de ese momento. La concreción del momento de la firmeza generalmente viene determinada por cada tipo de orden de transferencia. Los sistemas de post-contratación europeos han escogido distintos criterios para de la determinación del momento de la fijación de la firmeza.

Nosotros consideramos y es nuestra propuesta, que la firmeza de la operación se fije desde el momento en que el depósito, en su etapa de confirmación de las negociaciones, acepta a través del sistema las ordenes de transferencia, es decir cuando ha verificado que la posición del vendedor cubre las ordenes de venta y que el banco liquidador del participante ha dado su aceptación de suficiencia de fondos, por consiguiente a partir de este momento la negociación se la considera en firme, irrevocable y oponible a terceros. Para ubicarnos en el mapa que anteriormente trazamos, estaríamos dentro de la fase D0 a D2.

Vale destacar que incorporándose esta figura dentro del cuerpo legal y con la determinación del momento de la firmeza de la operación, se produce una serie de obligaciones exigibles legalmente respecto a las órdenes de trasferencias de valores y efectivo, que vinculan tanto a los participantes del sistema como a los terceros que se relacionan con el mismo, incluyendo a los que ejecutan la liquidación de pagos .Consecuentemente la firmeza de la operación no solo es efectiva inter partes sino también erga omnes.

Es preciso también aclarar, que en caso de que medie una medida judicial respecto a una orden de transferencia que ya ha sido aceptada en el sistema y que por lo tanto se convirtió en firme, irrevocable y oponible a terceros, ésta podrá ejecutarse luego de cumplida la liquidación, es decir, si hay una orden contra el vendedor de los valores cualquiera que sea la medida, podrá perseguir los frutos de ésta, de igual forma en sentido contrario; así se ha concebido en algunas legislaciones de estos países.

XII.2. MITIGACIÓN DE RIESGOS INTERNOS

Hasta aquí hemos venido comentando y exponiendo los diversos instrumentos de cobertura de riesgos jurídicos y financieros externos, que toda norma regulatoria debiera contemplar a

efectos de que los depósitos de valores o entes compensadores y liquidadores, según sea el caso, lo implementen y operen bajo este paraguas que brinda seguridad y agilidad en el tráfico de los derechos de crédito; sin embargo; existe otro riesgo muy importante que puede poner en duda la confiabilidad del sistema de anotación en cuenta y traer consecuencias nefastas al mercado financiero produciendo a su vez riesgos sistémicos, si la entidad administradora no los identifica, los mitiga y los controla, nos referimos a los riesgos operacionales y que básicamente tienen relación con la capacidad y el manejo del sistema informático, que como lo hemos venido sosteniendo, constituye un medio fundamental sobre el que descansa el sistema de anotación en cuenta.

Al respecto, de acuerdo con el actual borrador del documento sobre Principios CPSS IOSCO, para las estructuras del mercado financiero, Principio 17: Riesgo Operativo, se establece que: “Una infraestructura de Mercados Financieros (FMI) deberá identificar todas las fuentes posibles de riesgo operativo, tanto internos como externos, y minimizar su impacto a través del uso de sistemas, controles y procedimientos adecuados. Los sistemas deberán disponer de un alto grado de seguridad y fiabilidad operativa, y tendrán una capacidad adecuada y versátil. Los planes de continuidad del servicio deberán tener como objetivo la recuperación oportuna de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones de la FMI, incluso en caso de que se produzcan alteraciones a gran escala”.

De otro lado también señala que las infraestructuras del Mercado Financiero deben:

- Contar con un sólido marco de gestión del riesgo operativo que disponga de los sistemas, políticas, procedimientos y controles oportunos para identificar, controlar y gestionar los riesgos operativos.
- Definir claramente las funciones y responsabilidades con relación al riesgo operativo, y su marco de gestión del riesgo operativo deberá contar con el respaldo del consejo de administración de la FMI
- Contar con objetivos de fiabilidad operativa claramente definidos y disponer de políticas que sean proporcionales a dichos objetivos. Una FMI deberá contar con capacidad y versatilidad adecuadas, así como con las herramientas y procedimientos necesarios para controlar el rendimiento de la FMI.

- Disponer de políticas de seguridad de la información y de seguridad física debidamente definidas. Todas las vulnerabilidades y amenazas potenciales deberán ser investigadas evaluadas y documentadas.
- Contar con un plan de capacidad y continuidad del servicio que aborde acontecimientos que representen un riesgo importante de alteración de sus actividades, como también acontecimientos de gran escala.
- Identificar, controlar, y gestionar los riesgos que los principales participantes, las otras FMI y los proveedores de servicios, podrían representar para sus actividades. Así mismo, una FMI deberá identificar, controlar y gestionar los riesgos que sus actividades puedan representar para otra FMI.

Para gestionar los riesgos operacionales y cumplir con los principios antes enunciados, se recomienda emplear técnicas internacionales ya reconocidas como son los modelos COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), que entre otras recomendaciones se destacan las siguientes:

- Una política de gestión de riesgo aprobada por el directorio de la entidad;
- Un manual de gestión de riesgo operacional que detalle los procedimientos formales para gestionar los riesgos de la entidad;
- Identificar los riesgos y factores que influyen en los procesos, definiendo el nivel de riesgos inherente, impacto, y probabilidad de ocurrencia. A partir de ello se debe estimar el riesgo residual o nivel de riesgo expuesto;
- Analizar las opciones para el tratamiento de riesgos establecidas en la política, de acuerdo a las que se debe elaborar un plan de acción;
- El monitoreo de dichos riesgos y actividades de control, debe de ser permanentes y definir la efectividad de las medidas implementadas;
- Toda la organización en general, debe ser constantemente informada de la gestión de riesgo que se lleva a cabo y el monitoreo realizado.

TÍTULO XIII

CÁMARA DE CONTRAPARTE CENTRAL

Un actor importante de este proceso, que ha sido citado en párrafos precedentes y que ha recobrado notoriedad sobre todo en los mercados desarrollados para cubrir totalmente los riesgos de los agentes del mercado cuando cierran sus transacciones bursátiles, son las entidades de contraparte central. Estas sociedades tienen como actividad fundamental la de interponerse entre los participantes del mercado una vez realizada una transacción de valores, constituyéndose en el comprador único para todas las operaciones de venta y en el vendedor único para todas las operaciones de compra. De esta forma los contratos bilaterales entre las partes son remplazados al momento de su confirmación con nuevas obligaciones, es decir se produce una novación.

Tradicionalmente, las cámaras de contraparte central (CCP) actúan en los mercados donde existe mucha volatilidad en los precios, razón por la cual es especialmente utilizada para los mercados de derivados; toma relevancia para el adecuado funcionamiento y efectiva contribución a la seguridad y eficiencia de los mercados financieros, por lo que el control y la gestión de los riesgos es primordial. Esta entidad incluso responde con recursos propios para soportar las pérdidas no previstas en condiciones de mercado extremas, consecuentemente asegura la confiabilidad de los inversionistas ante la presencia de estas instituciones.

TÍTULO XIV

PRINCIPIOS RECTORES DEL SISTEMA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Los administradores de los sistemas de compensación y liquidación y las entidades de contraparte central, requieren un marco de principios que les permita brindar un servicio seguro y eficiente, a fin de que puedan mitigar al máximo los riesgos al que están expuestos por los probables incumplimientos de los participantes en la fase de liquidación. Estos principios se resumen a los siguientes:

1. El principio de compensación multilateral: Recomienda, en la medida de lo posible, que la liquidación de las obligaciones de valores y efectivo se realice por saldos netos.
2. El principio de la universalidad: El sistema es único y debería admitir el menor número posible de especialidades en función de las diferentes categorías de los valores.
3. El principio de la entrega contra pago: La entrega de los valores y dinero debe efectuárselo en forma simultánea e individualizada.
4. El principio de la objetivación de la fecha de liquidación: Corresponde a cada sesión de bolsa, deberá procurarse en un número prefijado días después.
5. El principio de aseguramiento de la entrega: La norma jurídica debe contemplar mecanismos de garantía que mitiguen riesgos de incumplimiento de tal forma que aseguren la entrega de los valores y el dinero.
6. El principio de neutralidad financiera: Es neutral, desde el punto de vista financiero, los cargos y abonos al cumplimiento de la liquidación neta de efectivo.
7. El principio de la firmeza: Las operaciones aceptadas por el sistema, serán firmes e irrevocables, esto es, no se pueden anular y son legalmente exigibles y oponibles a terceros.

TÍTULO XV

PRINCIPIOS PARA LA INFRAESTRUCTURA DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES O ENTES FACULTADOS PARA ESTAS FUNCIONES Y SU EVALUACIÓN EN EL ECUADOR

La Organización Internacional de las Comisiones de Valores (IOSCO) y el Comité de Sistemas de Liquidación y Pagos (CPSS), recomiendan a sus jurisdicciones miembros, la aplicación de los siguientes principios en aras de evitar posibles riesgos sistémicos por el incumplimiento en la liquidación de operaciones, procurando así dar confiabilidad a los participantes del mercado y generar a su vez, seguridad y rapidez en el tráfico jurídico de los derechos. A continuación enumeraremos y expondremos de una forma muy breve en que consisten cada uno de estos principios y su grado cumplimiento o no, en nuestro mercado de valores ecuatoriano

PRINCIPIO 1: BASE JURÍDICA

“Una infraestructura del mercado financiero (FMI), deberá contar con una base jurídica que esté bien fundamentada, que sea transparente y exigible, y que cubra cada aspecto de sus actividades en todas las jurisdicciones pertinentes”.

Básicamente tiene relación con la fortaleza del marco regulatorio, si éste recoge las recomendaciones que promueven organismos internacionales. Para el caso ecuatoriano nuestra Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, tienen serias deficiencias en materia de garantías y no cuenta con las herramientas suficientes para cubrir posibles riesgos sistémicos.

Evaluación: No se cumple

PRINCIPIO 2: BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

“Una FMI (Infraestructura del Mercado Financiero), deberá contar con unos mecanismos de buen gobierno corporativo que sean claros y transparentes, que fomenten la seguridad y la eficiencia de la propia FMI, y que respalden la estabilidad del

sistema financiero en general, otras consideraciones de interés público pertinentes y los objetivos de las correspondientes partes interesadas.”

Delinea los campos de acción y las relaciones internas y externas de la organización, formulación de manuales, políticas, objetivos y demás procedimientos operativos. No existe en nuestro marco normativo exigencias para la aplicación de este principio, aunque en la práctica se someten a controles ISO.

Evaluación: Cumplimiento parcial

PRINCIPIO 3: MARCO PARA LA GESTIÓN INTEGRAL DE RIESGOS

“Una FMI deberá disponer de un sólido marco de gestión de riesgos para gestionar de manera integral el riesgo legal, de crédito, de liquidez y operativo, entre otros.”

Se trata de un principio general, respecto a la identificación, medición, mitigación y administración de los riesgos de la entidad, en especial a los citados. Si bien en nuestra norma reglamentaria, con relación a los requisitos de mantenimiento de la información, consta la obligatoriedad de contar con una unidad de riesgos, en la práctica la cobertura de estos riesgos al que hace referencia este principio no están cubiertos por la deficiencia de la norma legal que no contempla herramientas para mitigar los mismos.

Evaluación: Cumplimiento parcial

PRINCIPIO 4: RIESGO DE CRÉDITO

“Una FMI deberá medir, controlar y gestionar de forma eficaz el riesgo de crédito derivado de sus participantes y de sus procesos de pago, compensación y liquidación. Una FMI deberá mantener recursos financieros suficientes para cubrir su exposición crediticia a cada participante por su valor completo con un elevado grado de confianza. Así mismo una entidad de contraparte central (CCP) deberá mantener recursos financieros adicionales para cubrir una amplia gama de escenarios posibles de tensión, entre los que se incluirán, sin limitarse a ellos, escenarios de incumplimientos de uno o dos participantes y de sus filiales que puedan llegar a causar la mayor exposición

crediticia agregada posible en caso de materializarse condiciones de mercado extremas pero plausibles.”

Este principio específico busca que la entidad depositaria o el ente compensador y liquidador según el caso, cuente con liquidez suficiente capaz de cubrir el ciento por ciento una operación y es más exigente con la entidad de contrapartida central. No existe en nuestra norma reglamentaria requerimientos mínimos de disposición líquida de recursos financieros, para manejar este riesgo de contraparte; lo único que contempla es el monto de capital mínimo que debe tener cuando solicita la autorización de funcionamiento.

Evaluación: No se cumple

PRINCIPIO 5: GARANTÍAS (COLATERAL)

“Una FMI que requiera garantías para gestionar su propio riesgo de crédito o el de sus participantes, deberá aceptar garantías que tengan un bajo riesgo de crédito, de liquidez y de mercado. Así mismo, la FMI deberá fijar y exigir límites de concentración y recortes de precios debidamente conservadores.”

Normalmente a los participantes de un sistema de compensación y liquidación, se les exige garantías individuales. Este principio instruye sobre la calidad de los activos que tendrá que recibir como colateral y la medición de la exposición a posiciones descubiertas en la fase de liquidación. Nuestra norma legal no contempla regímenes de garantías para el proceso de compensación y liquidación.

Evaluación: No se cumple

PRINCIPIO 6: MÁRGENES:

“Una CCP (Cámara de Contrapartida Central) deberá cubrir sus exposiciones crediticias frente a sus participantes con respecto a todos los productos a través de un sistema de márgenes eficaz, que esté basado en el riesgo y que sea revisado con regularidad.”

Este principio refiere a los modelos de riesgo que aplican las entidades de contrapartida central para manejar el riesgo de crédito de sus participantes. En nuestro mercado no

existen entidades de contraparte central ni la norma legal contempla la existencia de esta institución.

Evaluación: No aplica

PRINCIPIO 7: RIESGO DE LIQUIDEZ

“Una FMI (Infraestructura de Mercados Financieros) deberá medir, controlar y gestionar de forma eficaz su riesgo de liquidez. Así mismo, una FMI deberá mantener recursos netos suficientes para poder efectuar liquidaciones el mismo día y en caso oportuno, liquidaciones intradía, de sus obligaciones de pago con un elevado grado de confianza con arreglo a una amplia gama de escenarios posibles de tensión, entre los que se incluirán, sin limitarse a ellos, escenarios de incumplimientos de uno o dos participantes y de sus filiales que pueden llegar a causar la mayor necesidad de liquidez agregada posible de materializarse en condiciones de mercado extremas pero plausibles.”

Este principio es similar al de crédito en cuanto a que la entidad debe poseer recursos disponibles líquidos suficientes ante situaciones de incumplimientos por falta de fondos del inversionista en la fecha prevista para la liquidación; debiendo prever escenarios globales de operaciones cuando intervienen participantes relacionados o vinculados entre si. La entidad deberá plantearse escenarios estresados para medir su capacidad de reacción inmediata frente al mercado.

La norma legal ecuatoriana no prevé el manejo de estos riesgos en la fase de post contratación

Evaluación: No se cumple

PRINCIPIO 8: FIRMEZA EN LA LIQUIDACIÓN

“Una FMI deberá proporcionar servicios de liquidación definitivos con claridad y convicción, como mínimo al finalizar la fecha valor. Cuando sea necesario y preferible, una FMI deberá proporcionar servicios de liquidación definitivos intradía y en tiempo real.”

Este principio es al que nos referimos con la firmeza de la operación, y tiene relación con la protección de la operación durante la fase de liquidación ante dictámenes de medidas cautelares. Nuestro marco legal no contempla esta figura

Evaluación: No se cumple

PRINCIPIO 9: LIQUIDACIONES MONETARIAS

“Una FMI deberá realizar sus liquidaciones monetarias en dinero del banco central cuando sea posible y estos recursos estén disponibles. En caso de no utilizarse el dinero del banco central, la FMI deberá minimizar y controlar estrictamente el riesgo de crédito y de liquidez derivado del uso de dinero de los bancos comerciales.”

Este principio establece que las liquidaciones financieras deben ser utilizadas con los dineros en el banco central y como alternativa el uso de dinero de bancos comerciales. Nuestro mercado de valores cuenta con dos entes depositarios de compensación y liquidación de valores, uno privado (Decevale) y otro público, que es un apéndice del Banco Central. En el caso del primero, se sirve de la cuenta corriente que tiene abierta en el Banco Central, utilizando para el efecto su plataforma de pagos, y el segundo tiene su propia cuenta en el mismo Banco.

Evaluación: Sí Cumple

PRINCIPIO 10: ENTREGAS FÍSICAS.

“Una FMI deberá establecer claramente sus obligaciones con respecto a la entrega de instrumentos físicos o materias primas y deberá identificar, controlar y gestionar los riesgos asociados a tales entregas físicas.”

Este principio tiene referencia con las negociaciones de productos derivados. No existe en nuestro país una bolsa o mercado para la negociación de estos instrumentos o contratos financieros.

Evaluación: No a lugar

PRINCIPIO 11: CENTRALES DEPOSITARIAS

“Una central depositaria de valores (CSD) deberá disponer de reglas y procedimientos adecuados que contribuyan a garantizar la integridad de las emisiones de valores y a minimizar y gestionar los riesgos asociados a la salvaguarda y transferencia de valores. Una CSD deberá mantener valores que estén inmovilizados o desmaterializados para que puedan transferirse mediante anotaciones en cuenta.”

Este principio está relacionado con la administración de los riesgos de custodia y la recomendación implícita de que se utilice un sistema de depósito colectivo. La legislación vigente permite que puedan coexistir emisiones físicas y desmaterializadas, sin embargo en la mayor parte de los casos cuando hay emisiones físicas éstas se inmovilizan en el depósito produciéndose las transferencias por anotación contable. Los depósitos cuentan con manuales y procesos de administración de riesgos.

Evaluación: Sí cumplen

PRINCIPIO 12: SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE INTERCAMBIO POR VALOR

“Si una FMI liquida operaciones que implican la liquidación de dos obligaciones vinculadas (por ejemplo, operaciones con divisas o valores), deberá eliminar el riesgo de principal condicionando la liquidación efectiva de una obligación a la liquidación definitiva de la otra.”

El texto del principio es específico y se circunscribe a la existencia de dos operaciones cerradas vinculadas entre sí; los riesgos de liquidación en cuanto al principal se mitigarán condicionando las dos transacciones, en el sentido de que no habrá liquidación de la una si no hay el cumplimiento de sus obligaciones de la otra. En la práctica ecuatoriana no se prevé el condicionamiento de una operación con otra cuando se trata de transacciones vinculadas, consecuentemente son excluyente las negociaciones.

Evaluación: No se cumple

PRINCIPIO 13: REGLAS Y PROCEDIMIENTOS RELATIVOS A INCUMPLIMIENTOS DE PARTICIPANTES

“Una FMI deberá disponer de reglas y procedimientos eficaces y claramente definidos para gestionar incumplimientos de participantes que permitan a la FMI tomar medidas oportunas para contener las pérdidas y las presiones de liquidez, y continuar cumpliendo sus obligaciones.”

Tiene relación con que la entidad deber contar con manuales y procesos claros para la ejecución de acciones oportunas ante eventos de incumplimientos que se observan en la fase de compensación y que podrían no llegar a cumplirse en la liquidación, poniendo en riesgo el sistema. Los depósitos cuentan con manuales y políticas de administración de riesgos, para manejar estos eventos

Evaluación.- Sí se cumple.

PRINCIPIO 14: SEGREGACIÓN Y MOVILIDAD

“Una Entidad de Contraparte Central (CCP), deberá disponer de reglas y procedimientos que permitan la segregación y movilidad de posiciones y garantías que pertenezcan a clientes de un participante.”

No se contempla en nuestra norma la existencia de una Entidad de este tipo.

Evaluación: No a lugar

PRINCIPIO 15: RIESGO GENERAL DE NEGOCIOS

“Una FMI deberá identificar, controlar y gestionar su riesgo empresarial general y mantener activos netos suficientemente líquidos financiados a través de su patrimonio neto para cubrir posibles pérdidas generales del negocio de manera que pueda continuar prestando servicios como empresa en funcionamiento. Esta cantidad deberá ser suficiente en todo momento para garantizar la re estructuración o liquidación ordenada de las actividades y servicios más importantes de la FMI durante un periodo de tiempo adecuado.”

Un depósito de compensación o liquidación de valores o cualquier ente o cámara que tenga dichas funciones, deberá ser capaz de cubrir con sus propios activos libres de limitación, la operación incumplida, luego de agotar todos los mecanismos de garantía para el

cumplimiento de la liquidación si éstos no alcanzaren. Nuestra norma contempla responsabilidad civil objetiva sin perjuicio de las acciones penales a que hubiere lugar cuando comete infracciones de omisión, retrasos, inexactitudes, disposición arbitraria (artículo 70 de la Ley de Mercado de Valores); sin embargo no existe norma reglamentaria que obligue a los Depósitos a responder con su patrimonio incumplimientos de sus participantes

Evaluación.- No se cumple.

PRINCIPIO 16: RIESGO DE CUSTODIA Y DE INVERSIÓN

“Una FMI deberá salvaguardar sus activos y minimizar el riesgo de pérdida o retraso en el acceso a los mismos, incluidos aquellos activos que hayan sido depositados por sus participantes. Las inversiones de una FMI deberán efectuarse en instrumentos que tengan riesgos de crédito, mercado y liquidez mínimos.”

Se relaciona con la seguridad física de los títulos custodiados y la protección de los registros contables de los valores anotados en cuenta; como también con la calidad de los activos de la entidad.. Los depósitos cuentan con pólizas de seguro para cubrir los riesgos de pérdida y con planes de contingencia para eventos de caídas del sistema informático. Si cumplen con este principio.

Evaluación.- Sí se cumple

PRINCIPIO 17: RIESGO OPERATIVO

“Una FMI deberá identificar todas las fuentes posibles de riesgo operativo, tanto internas como externas y minimizar su impacto a través del uso de sistemas, controles y procedimientos adecuados. Los sistemas deberán disponer de un alto grado de seguridad y fiabilidad operativa, y tendrán una capacidad adecuada y versátil. Los planes de continuidad del servicio deberán tener como objetivo la recuperación oportuna de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones de la FMI, incluso en caso de que se produzcan alteraciones a gran escala.”

Se relaciona con el manejo de las amenazas y vulnerabilidades con que se enfrentan los depósitos centralizados o cualquier ente que se ocupe de estas funciones, la medición de su exposición a los errores humanos en los procesos operativos, las debilidades que pudieran tener sus sistemas informáticos y sus amenazas externas. Los Depósitos cuentan con manuales y políticas de administración de riesgo operativo, con respaldos de información en lugares distintos a las oficinas administrativas; sin embargo, no se cuenta como herramienta de apoyo para determinar la fiabilidad de los sistemas informáticos, con opiniones o dictámenes de auditores externos, toda vez que no existe exigencia reglamentaria para aquello.

Evaluación.- Por la limitación de la norma reglamentaria, nos pronunciamos con un cumplimiento parcial

PRINCIPIO 18: REQUISITOS DE ACCESO Y PARTICIPACIÓN

“Una FMI deberá contar con criterios de participación objetivos, basados en el riesgo y que se encuentren a disposición del público, de modo que permitan un acceso justo y abierto.”

Este principio recomienda que no exista asimetría de información en el acceso de la información a los depositantes directos y cuando fuere el caso a los depositantes indirectos. Por la estructura registral de los depósitos que es un sistema directo o transparente, el titular de los derechos tiene en todo momento acceso directo a consultar su posición, restringiéndose cuando no sea de su portafolio.

Evaluación.- Sí se cumple.

PRINCIPIO 19: MECANISMOS DE PARTICIPACIÓN CON VARIOS NIVELES

“En la medida de lo posible, una FMI deberá identificar, entender y gestionar los riesgos a lo que se enfrente en relación con sus mecanismos de participación en varios niveles.”

Guarda relación con estructuras de registro de doble escalón u multiniveles, donde la relación contractual es sólo con los depositantes directos, por lo que recomienda la identificación y gestión de los riesgos de los participantes o depositantes indirectos.

Evaluación: No aplica para nuestro mercado

PRINCIPIO 20: ENLACES CON OTRAS FMI

“Una FMI que establezca enlaces con una o varias FMI, deberá identificar, controlar y gestionar los riesgos relacionados con estos enlaces.”

Se refiere a los enlaces transfronterizos, a la gestión que deberá tener los depósitos centralizados para identificar y controlar los riesgos de contagio. A pesar que los depósitos mantienen cuentas abiertas en depósitos extranjeros, no hay transacciones representativas en esos mercados, por lo que los riesgos están minimizados y se mantendrán mientras no abramos nuestros mercados.

Evaluación.- Por la salvedad comentada nos pronunciamos con un cumplimiento parcial

PRINCIPIO 21: EFICIENCIA Y EFICACIA

“Una FMI deberá ser eficiente y eficaz al cubrir las necesidades de sus participantes y de los mercados a los que preste servicios.”

Se relaciona con la estructura operativa del sistema de compensación y liquidación, los tipos de productos registrados, el uso de la tecnología con sus procedimientos, regímenes de garantías, niveles mínimos de servicios, administración de los riesgos. Si bien los depósitos no se han visto enfrentados a incumplimientos de sus participantes que pudieren haber ocasionado riesgos sistémicos, como tampoco se ha evidenciado debilidades en sus sistemas informáticos a través de las revisiones periódicas por parte del organismo de control; estas estructuras están altamente expuestas a riesgos de incumplimientos y caídas del sistema por falta de herramientas de coberturas de riesgo que la regulación contempla, lo que dejaría al descubierto la falta de eficiencia y eficacia

Evaluación.- Por la observación comentada nos pronunciamos con un cumplimiento parcial.

PRINCIPIO 22: NORMAS Y PROCEDIMIENTO DE COMUNICACIÓN

“Una FMI deberá utilizar o tener en cuenta el uso de las normas y procedimientos de comunicación internacionalmente aceptados pertinentes para facilitar el registro, pago, compensación y liquidación eficientes en procesos que involucren otros sistemas.”

Los depósitos centralizados de compensación y liquidación legalmente autorizados para el efecto, sí cuentan con procedimientos de comunicación internacionalmente aceptados; sin embargo, en el mercado de valores ecuatoriano son muy escasas las negociaciones transfronterizas.

Evaluación.- Sí cumple

PRINCIPIO 23: DIVULGACIÓN DE REGLAS Y PROCEDIMIENTOS PRINCIPALES

“Una FMI deberá disponer de reglas y procedimientos claros e integrales y deberá proporcionar suficiente información para permitir que los participantes cuenten con un entendimiento preciso de los riesgos que contraen al participar en la FMI. Todas las reglas pertinentes y los procedimientos principales deberán divulgarse públicamente.”

Este principio tiene relación con la revelación de los riesgos de liquidación a los que están expuestos los participantes directos.

PRINCIPIO 24: DIVULGACIÓN DE DATOS DE MERCADO

“Un registro de operaciones (TR) deberá proporcionar datos precisos y oportunos a las autoridades pertinentes y al público en línea con sus respectivas necesidades.”

No hacemos comentarios por cuanto no aplica en el mercado de valores ecuatoriano.

TÍTULO XVI

AMBIGUEDADES Y CONTRAPOSICIONES LEGALES EN LOS CUERPOS NORMATIVOS ECUATORIANOS

Una vez que se ha explicado en detalle el entorno y el engranaje operativo- jurídico del funcionamiento de un sistema de anotación en cuenta y la fase de post-contratación que tiene relación con los procesos de la compensación y liquidación de valores, hemos podido contrastar y darnos cuenta de los problemas que se derivarían con las actuales estructuras de los depósitos de valores de nuestro país, así como en el tráfico jurídico de los derechos, al no contar con una normativa clara que prevea herramientas suficientes de cobertura de riesgos sistémicos, que dan lugar a la desconfianza en el mercado y que no brinda en su totalidad la seguridad y rapidez en la circulación de los derechos, que fue el objetivo fundamental que se persiguió tras la crisis del papel con la aparición de la anotación en cuenta. Por esta razón hemos querido abordar estos temas y ponerlos de relieve para lograr con nuestra propuesta, construir un marco legal y reglamentario en el ámbito del mercado de valores, que vaya en armonía con otros cuerpos legales y estén acordes con estos nuevos conceptos y corrientes de los mercados de valores internacionales, que permita al mercado de valores ecuatoriano insertarse en ellos.

Al respecto la normativa ecuatoriana, con relación al perfeccionamiento de la transferencia de la propiedad de los títulos inmovilizados o valores desmaterializados negociados en el mercado de valores, contiene disposiciones en ciertos casos contradictorias y en otros ambiguas, que podrían obstaculizar el pleno ejercicio de los derechos y la circulación de los valores, afectando la confianza del mercado y trayendo problemas en la gestión de la transferencia de valores y dinero, para el efectivo cumplimiento de liquidaciones en el tiempo previsto. Por esta razón es necesario reformular los conceptos definidos en la propia Ley de Mercado de Valores, sus normas suplementarias y las leyes conexas relacionadas con el tema.

A continuación presentamos un decálogo de las disposiciones que encontramos contradictorias, ambiguas o que deberían adecuarse ya que no se ajustan a un sistema de anotación en cuenta y depósito colectivo de valores:

LMV: “Art. 62.- De las operaciones autorizadas.- Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores están autorizados para realizar las siguientes operaciones:

- a) Recibir depósitos de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y encargarse de su custodia y conservación hasta su restitución a quien corresponda;”

Bajo el contexto de la misma Ley de Mercado de Valores que permite la emisión de títulos tanto físicos como desmaterializados, consideramos que el texto citado se queda corto, pues la expresión “recibir depósitos” es aplicable únicamente frente a títulos físicos, pero no a valores desmaterializados o inmaterializados, cuyo acto constitutivo es precisamente el registro contable de la anotación en cuenta efectuada por el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores. Por ello, lo adecuado en este nuevo sistema debe ser “admitir para custodia y administración”. De igual forma, consideramos que resulta inadecuado el término “restitución” en tratándose de valores inmaterializados, ya que para los valores representados mediante anotación en cuenta no procede la devolución o restitución, por lo que cabría aclarar estos conceptos en la disposición legal.

“Art. 63.- Del contrato de depósito.- El contrato de depósito de valores, que ha de contar por escrito en formatos aprobados por la Superintendencia de Compañías, se perfecciona por la entrega real de los títulos o de los registros electrónicos en caso de valores en cuenta, acompañados de los actos circulatorios correspondientes de conformidad con lo previsto en los artículos 233 y 234 de esta Ley (...)”

Habíamos comentado sobre la imposibilidad de la entrega de registros electrónicos cuando los valores nacen desmaterializados o inmaterializados, o se desmaterializan, ya que el acto constitutivo nace en el Depósito Centralizado facultado para el efecto. Respecto a los actos circulatorios vale precisar que a través de la lectura de varios artículos reglamentarios, que hacen referencia a la inmovilización de los títulos, a la anotación en cuenta y a las transferencias contables, se puede evidenciar que estamos frente a un nuevo concepto de depósito, como es el depósito colectivo, por lo que para guardar coherencia con este concepto, es necesario recoger estos preceptos y definir el concepto de depósito colectivo, como lo referimos anteriormente.

“Artículo 65.- Ejercicio de los derechos patrimoniales.- El depósito centralizado de compensación y liquidación de valores ejercerá en representación de los depositantes los derechos patrimoniales inherentes a los valores que se hallen a su custodia (...)”

Como hemos mencionado anteriormente, la estructura registral del sistema de registro, compensación y liquidación de valores que utiliza el mercado de valores ecuatoriano corresponde al modelo conocido como “Registro Único Central” o “Sistemas Transparentes o de Tenencia Directa”, en el cual el Depósito puede identificar plenamente la identidad del titular de los valores y éste puede a su vez mantener un vínculo directo con el Depósito, aunque contractualmente la relación sea a través de los intermediarios, en nuestro caso, las casas de valores.

Por lo anotado, resulta inapropiado que el texto del artículo 65 haga referencia a que el Depósito ejercerá derechos en representación de los depositantes, ya que éstos no son los titulares o propietarios de valores, de acuerdo a lo previsto en el artículo 64 *ibidem*, salvo que se trate del portafolio propio o administrado de los clientes. Resulta entonces necesario plantear una reforma a esta disposición legal.

Art. 70.- Responsabilidad del depósito.- La omisión de las inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas, la disposición arbitraria de los efectos depositados y, en general, las infracciones de los deberes legales y reglamentarios relativos al depósito, compensación, liquidación y registro, darán derecho a los perjudicados a reclamar al Depósito Centralizado la indemnización de los daños sufridos, excepto el caso de culpa exclusiva del usuario de los servicios....

En cuanto al artículo 70 de la Ley y en línea con el concepto de depósito colectivo de valores que hemos venido desarrollando y que incluye la custodia y administración de los mismos, consideramos pertinente reformar este artículo incluyendo este concepto.

“Art. 233.- De las características de los valores.- (...) Los valores pueden emitirse nominativos, a la orden o al portador, si son nominativos circularán por cesión cambiaria inscrita en el registro del emisor, si son a la orden por endoso, y son al portador, por la simple entrega.”

En un sistema de anotación en cuenta, la ley de circulación cambiaria expresada en este artículo deja de tener sustento, toda vez que el perfeccionamiento de la tradición y el

ejercicio de los derechos son remplazados por los registros contables sustentados en los principios registrales en que se basa el sistema; consecuentemente, estas exigencias para la transferencia de dominio de los valores quedan limitadas solamente a títulos que no se hallen bajo la custodia y administración en un sistema de depósito colectivo.

A esto debemos agregar que en un sistema de anotación en cuenta solo cabe la emisión de valores nominativos.

Por las razones anotadas precedentemente, consideramos oportuno proponer reformas al texto del artículo referido.

“Art. 234.- De los gravámenes, límites y transferencias.- (...) Además, si los valores, sean que consten de títulos o de anotaciones en cuenta, se hallan depositados en un depósito centralizado de valores, la transferencia se perfeccionará con la anotación en el registro del depósito en virtud de orden emitida mediante comunicación escrita o electrónica, dado por el portador legitimado de los mismos o por el representante autorizado de la casa de valores que lo representa (...)”

Este artículo que hace relación al perfeccionamiento de la transferencia de los valores, tiene relación con el artículo 8, sección III, capítulo II, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones dictadas por el Consejo Nacional de Valores, que transcribimos a continuación:

“Art. 8.- Transferencia de Valores.- La transferencia de valores depositados deberá reflejarse en los respectivos asientos contables **y en los registros del depósito centralizado** de compensación y liquidación de valores, **sin que sea necesaria la entrega material de los valores**. La transferencia de valores depositados, así como **la inscripción de la cesión de valores nominativos** en el registro del respectivo emisor, **se ejecutará por parte del depósito centralizado de compensación y liquidación de valores** a nombre y en representación del depositante, titular o propietario **de acuerdo al comprobante de transacción** que emita al efecto la respectiva bolsa de valores o mecanismo centralizado de negociación. **Dicho formulario contendrá la firma de la casa de valores y del funcionario debidamente autorizado por dicho depósito, según el artículo 188 de la ley de compañías.**” (la negrilla es nuestra)

Este artículo que ilustra los actos circulatorios de los derechos y su perfeccionamiento para el reconocimiento y legitimación de su titular, a nuestro modo de ver trae aparejadas dudas sobre su aplicación, a las que nos referiremos seguidamente.

Por la redacción de la disposición reglamentaria, entendemos que nos encontramos frente a títulos valores nominativos, pero únicamente acciones ya que hace alusión al artículo 188 de la Ley de Compañías, que están inmovilizados en el depósito, que para efectos de la transferencia e inscripción no será necesaria la entrega material de los valores, por lo tanto, cuando se produce la circulación de los derechos a través de los registros contables de abonos y cargos, nos encontramos frente a un sistema de depósito colectivo.

En este sentido, encontramos que el artículo 8 es muy restringido ya que únicamente se circunscribe a las acciones, pese a que existen otros valores nominativos desmaterializados (inmovilizados) e inmaterializados, por lo que su ámbito debiera abarcar a todos.

Se señala que la inscripción de la cesión de valores nominativos en los registros del respectivo emisor --- que para el caso de valores desmaterializados los llevará el Depósito -- se hará de acuerdo al comprobante de transacción que emita las bolsas de valores o mecanismos centralizado de negociación, refiriendo que dicho formulario contendrá la firma de la casa de valores y del funcionario del depósito según el artículo 188 de la Ley de Compañías. Sobre este punto resulta necesario aclarar que este formulario es conveniente para el caso de que el intermediario actúe cuando administra el portafolio de su cliente; sin embargo, para el caso de órdenes individuales de los comitentes, la sola presentación del comprobante emitido por la bolsa, es insuficiente porque no mitiga los riesgos de apropiación indebida de valores, por lo que consideramos adecuado incorporar además el comprobante de liquidación emitido por la casa de valores con la firma de aceptación del comitente de las condiciones de la negociación.

La observación comentada es aplicable también al tercer inciso del artículo 189 de la Ley de Compañías que expresa lo siguiente: “Artículo 189.- Inscripción de la transferencia de acciones.- (...) En el caso de acciones inscritas en una bolsa de valores o inmovilizadas en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, la inscripción en el libro de acciones y accionistas, será efectuada por el depósito centralizado, con la sola

presentación del formulario de cesión firmado por la casa de valores que actúa como agente (...). Por lo anotado consideramos conveniente proponer reformar al texto de los artículos citados.

A continuación analizaremos otros artículos de la Codificación de Resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores, que pueden suscitar confusiones.

“Art. 5.- Obligaciones de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.- Para dar cumplimiento a lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores estarán obligados a:

1.- Verificar que los valores que recibe en depósito cumplan con los requisitos formales establecidos por cada valor (...)”

La recepción en depósito y de un título físico, tiene cabida porque el acto de constitución viene dado por su producción por parte del emisor; en cambio, para el caso de valores emitidos de forma inmaterializada o desmaterializados, la constitución se da con la anotación en cuenta, es decir con la creación del registro contable, consecuentemente para estos casos no procede que el depósito de valores verifique que los valores recibidos cumplan requisitos formales.

“Art. 7.- Entrega y Restitución de valores.- En virtud del respectivo contrato de depósito, el depositante entregará al depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, los valores representados por títulos o certificados de cuentas para el cumplimiento de las finalidades de depósito, custodia, compensación, liquidación y registro de las transferencias que se realicen en el mercado de valores; obligándose dicho depósito a la restitución de dichos títulos o certificados, así como a hacer efectivos los derechos derivados de los mismos, todo ello según los términos del contrato y la naturaleza del valor.”

Como manifestamos precedentemente, siendo el acto constitutivo de una emisión de valores desmaterializados, la anotación en cuenta, actividad que es inherente a los depósitos centralizados de compensación y liquidación, de acuerdo a la facultad otorgada por la Ley de Mercado de Valores, resulta incoherente que el depositante, a la celebración

del contrato, entregue certificados de cuenta y más aún que se le restituyan dichos certificados, puesto que las únicas certificaciones que la Ley faculta a emitir a los Depósitos, son aquellas que dan fe de la constancia de saldos que tiene el titular de una cuenta, los que tienen el carácter de no negociables y sobre las cuales no podrán constituirse derechos reales, conforme lo dispone el artículo 68 de la ley.

Este artículo solo aplica para la restitución de títulos valores, cuando no estén en un sistema de depósito colectivo.

Art. 9.- Depósito y Custodia de valores.- Se cumplirá el depósito y custodia de los títulos, mediante el procedimiento de su registro y conservación física, a través de los medios más idóneos y siguiendo los pasos previstos en el reglamento interno y en el manual operativo.

Se cumplirá el depósito y custodia de los valores desmaterializados mediante la creación y conservación de su registro en cuenta (...)

Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores estarán autorizados a prestar los siguientes servicios:

1. Endosar, ceder, transferir valores o pagar de acuerdo a las instrucciones que le hayan sido impartidas (...)
2. Canjear títulos o certificados provisionales por títulos o valores definitivos.

Los valores que constituyen materia de depósito quedarán inmovilizados y registrados en cuenta, en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Las transferencias que se efectúen con dichos valores, se registrarán y afectarán las respectivas cuentas”

A la luz de estos textos transcritos, se reafirma que los valores depositados entran en un sistema de depósito colectivo, aun cuando en el marco de la Ley, esta definición y su alcance, especialmente en el modo de transmisión, no la encontramos expresamente. La circulación de los valores a través del endoso y la cesión como un servicio adicional del Depósito Centralizado para transferir valores, como ya citamos pierde la razón de su

existencia en un sistema de anotación en cuenta y en este tipo de depósitos, pues estos actos circulatorios obedecen al movimiento físico de los títulos valores que no da lugar cuando quedan inmovilizados en el depósito y con mayor razón cuando se trata de emisiones desmaterializadas o inmaterializadas.

El alcance del último párrafo confunde la naturaleza de los títulos físicos y los desmaterializados, ya que incorpora los títulos físicos al sistema de depósito colectivo y de anotación en cuenta, donde no son aplicables las facultades consignadas en los numerales 1 y 3 del artículo en mención.

Por estas consideraciones propondremos una reforma a su texto.

Por otro lado, tampoco procede que el Depósito pueda canjear títulos o certificados provisionales, puesto que al estar inmovilizados, como la misma disposición reglamentaria lo establece, se registran en cuenta o dicho de otra forma se crea la anotación en cuenta, en virtud de lo cual quedan desmaterializados.

“Art. 10.- Liquidación de las transferencias de valores.- Es la ejecución de la operación acordada, realizada en los mercados bursátil o extrabursátil que se efectuará de acuerdo con el formulario de liquidación expedido por la correspondiente bolsa de valores o mecanismo centralizado de negociación extrabursátil.”

Este artículo no guarda coherencia en un sistema de anotación en cuenta, donde están claramente definidas y diferenciadas las etapas de contratación (negociación) y post contratación, dentro de la cual se encuentra la fase de compensación, liquidación y registro de transferencias; confundiéndose lo que es un comprobante de liquidación en la fase de contratación, que no tiene ninguna relación con la liquidación en la fase de post-contratación. A lo anotado debemos añadir que la denominación de este artículo 10, no es la adecuada e induce a confusión por cuanto, la liquidación es diferente de la transferencia de valores, que se efectúa una vez realizada la liquidación.

Se propondrá reformas a este artículo.

Dentro del marco de la Codificación de Resoluciones dictadas por el Consejo Nacional de Valores, observamos que no existe una definición de la etapa final de la fase de post

contratación, que es el registro de transferencias. Por ello, proponemos que se incorpore un artículo a continuación del artículo 11 de la sección III, capítulo II, subtítulo IV, título II, que defina esta etapa.

“Art. 12 Cierre de cuentas.- El propietario o titular, a través de su depositante podrá ordenar al depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, el retiro de los valores registrados en su cuenta, siempre que no tenga obligaciones pendientes.

El propietario titular podrá cambiar de depositante, para lo cual informará de este hecho en el formulario que emitirá el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores; el mismo que no podrá aceptar las instrucciones impartidas por el depositante sustituido que no conste en el respectivo contrato.(...)”

El retiro de los valores anotados en cuenta es inaplicable, puesto que se trata de valores desmaterializados; sería aplicable solo tratándose de títulos físicos y que no entren en un sistema de depósito colectivo.

CAPÍTULO III

METODOLOGÍA

MODALIDAD DE LA INVESTIGACIÓN

Para elaborar la propuesta de intervención, hemos determinado que el tema materia de nuestra investigación jurídica, se ubica en el ámbito de la facticidad, por tratarse de hechos que son regulados por el derecho y que dan origen a leyes como la Ley de Mercado de Valores, Ley de Compañías, Código de Comercio, entre otras. El tipo de investigación jurídica que adoptaremos es Jurídico – Propositivo ya que evaluaremos las falencias existentes en la legislación ecuatoriana en materia de negociación de títulos inmovilizados o valores desmaterializados, bajo el registro de anotaciones en cuenta en los sistemas de compensación y liquidación de valores. La modalidad de la investigación es cualitativa no interactiva

Describiremos el proceso seguido para determinar el entorno legal que rige la negociación de títulos desmaterializados en el Ecuador y la metodología utilizada para establecer las diferencias y semejanzas encontradas en la legislación de los diferentes países objetos de la muestra de investigación, para cuyo efecto, describiremos el proceso efectuado para obtener y tabular los resultados.

UNIDADES DE OBSERVACIÓN

Utilizamos leyes, reglamentos, resoluciones y circulares locales y de otros países Iberoamericanos, tales como Colombia, Perú, México, Argentina, España, entre otros; así también, un cuestionario que abarca temas circunscritos al registro de valores, que a su vez comprende su representación, la estructura del registro y la titularidad y circulación de los mismos, para abordar finalmente el proceso de la compensación y liquidación.

PROCEDIMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

En primer lugar revisamos las unidades de observación mencionadas, esto es, textos, revistas, artículos, notas de prensa, opiniones de autores y posteriormente códigos, leyes,

decretos, reglamentos y circulares ecuatorianos, con lo cual establecimos las disposiciones legales que se contraponen o no tienen la suficiente claridad en materia registral y de circulación de valores; así mismo, determinamos cómo opera en nuestro país el registro de valores, su representación, su estructura y titularidad, y la compensación y liquidación de valores. Posteriormente, en base a un cuestionario de preguntas desarrolladas por los delegados de los diversos países participantes en la Convención Internacional de Reguladores Especializados en Sistemas de Depósito, Compensación y Liquidación de Valores, organizado por el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, determinamos las similitudes y diferencias de los temas anotados y los sistemas de garantías que opera en cada país para los procesos de compensación. Finalmente hicimos un recorrido de los principios de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores (IOSCO) y el Comité de Sistemas de Liquidación y Pagos (CPSS).

Con la información tabulada propusimos las reformas legales y reglamentarias que consideramos pueden armonizar el ordenamiento jurídico ecuatoriano, incorporándose una serie de conceptos e instituciones que tiendan a proteger el sistema, garanticen la seguridad de los inversionistas y generen confianza en el mercado.

INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE DATOS

Utilizamos el Internet como medio para obtener las leyes, disposiciones legales y reglamentarias de los diversos países, que serán nuestra fuente principal de revisión y análisis; cuestionarios, libros, revistas, artículos de expertos. Los datos se recogieron, analizaron y agruparon de acuerdo a las similitudes y diferencias que presenta cada país.

CAPÍTULO IV

DESCRIPCION DE LA PROPUESTA

El desarrollo de esta tesis se orienta, en principio, a demostrar como esos elementos que revisten los títulos valores en materia de constitución, ejercicio de los derechos y su transmisión, que incorpora características especiales tales como la aptitud probatoria, la capacidad constitutiva, suficiencia dispositiva y la ineptitud de las copias documentales del documento original, así como su función jurídica económica en dar agilidad y seguridad en la circulación de los derechos, se vio sustancialmente modificado en el momento de la crisis del papel, por el que se da paso a una nueva realidad jurídica al desincorporarse estos atributos y convertirlos en sustancias intangibles cuya legitimación, transferencia y ejercicio de los derechos descansa ahora sobre principios registrales, cuyo impacto se ve reflejado especialmente en la ley de circulación cambiaria.

Es así como a raíz de este profundo cambio, en el ámbito de las ofertas públicas de valores, que nuestro marco legal y sus normas secundarias se quedaron desfasadas en el tiempo, no guardando sus conceptos armonía con la realidad del negocio, permitiendo entonces la existencia de espacios grises y contraposiciones legales entre la propia Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos vigentes, Ley de Compañías y otras conexas, que podrían dificultar el registro de la titularidad de estos valores, cuando las negociaciones se realizan con títulos inmovilizados, desmaterializados o inmaterializados, bajo un esquema de depósitos colectivos dentro de un sistema de compensación y liquidación por anotación en cuenta.

De aquí nace la razón de nuestra propuesta y sus logros, es decir, armonizar cuerpos legales a este nuevo tratamiento jurídico que permitan dar seguridad y agilidad a la circulación de los derechos, así como brindar las debidas garantías para crear confianza en los mercados, lo que nos permitirá insertarnos internacionalmente en ellos.

Para la aplicación de nuestra propuesta de intervención es necesario presentar la tesis, que contiene las reformas legales propuestas, al Consejo Nacional de Valores, máximo organismo regulador del mercado de valores, a través de su Presidente, la Superintendente de Compañías; a fin de que dicho cuerpo colegiado evalúe la propuesta y de ser el caso, envíe al Poder Ejecutivo, para que sea presentado a la Asamblea Nacional, para su discusión y aprobación.

Creemos que nuestra propuesta de reformas a la Ley de Mercado de Valores, es oportuna y altamente probable su ejecución, dado que a la fecha de culminación de esta tesis, el Gobierno Nacional está impulsando reformas a esta ley para el fortalecimiento del sector productivo, y que mejor complementarla con definiciones claras de conceptos legales que eviten los riesgos advertidos, así como proveerla de las herramientas jurídicas y financieras que brinden la seguridad en la circulación de los derechos y la confianza del mercado.

El proceso de validación de nuestra propuesta de intervención se realizó a través de la técnica “Juicio de Expertos”, aprovechando especialmente el profundo conocimiento técnico y la vasta experiencia en esta materia del Director de tesis, así como el de una de nuestras fuentes bibliográficas como lo fue el Doctor Ricardo Gallegos, sumándose la experticia en este campo de uno de los maestrantes quien ha asistido continuamente a foros internacionales de este tipo y forma parte del organismo supervisor del mercado de valores ecuatoriano, apoyando también en la regulación del mismo.

CONCLUSIONES

Creemos indispensable extraer lo más relevante de este estudio respecto al entendimiento de ciertos conceptos y figuras de este sistema de anotación en cuenta, y la fase de post-contratación que tiene relación con los procesos de compensación y liquidación de valores, y registro de transferencias; así como, poner de manifiesto al menos ciertos principios regulatorios que recomiendan organismos internacionales para el buen funcionamiento de estas estructuras de mercado. Expuesto lo anterior, cabe resumir los contrastes de los problemas identificados en la aplicación de la normativa legal y reglamentaria frente a este sistema de anotación en cuenta, y las recomendaciones de reformas a los cuerpos legales.

I.-Con relación al sistema de anotación en cuenta:

Quedó demostrado que la esencia de este sistema no se centra en lo informático sino en los principios registrales, pues este constituye un medio para lograr la misma finalidad que se planteó el sistema de los títulos valores, esto es lograr la seguridad jurídica y la agilidad en la movilización de los derechos por lo tanto el servicio que presta no está contenido en el ámbito del derecho informático sino en los principios registrales. E incluso nada nada impide que sea llevado en forma manual, lo que sucede es que para evitar una nueva crisis de papel y ser más eficiente y eficaz con estos registros, la llevanza se lo realiza por medios informáticos.

A diferencia del régimen de los títulos valores donde la publicidad posesoria venía dado por la materialización del derecho y la posesión del título, en este sistema se dota de una publicidad material y formal, desplegando así adecuadamente su eficacia; la inscripción en un registro contable es válida tanto inter-partes como erga omnes convirtiéndolo así en registros de seguridad jurídica en razón del objeto inscribible.

Esta publicidad material que sería el equivalente al principio de legitimación lo recoge la propia ley de mercado de valores en el artículo 64, cuando reconoce como titular o propietario a quién aparezca inscrito como tal en los registros del depósito.

También suponemos de esta publicidad desde el momento en que los valores son constituidos mediante la anotación en cuenta y así lo consagra los artículos 67 y 68 de la ley antes referida.

Se consolida esta afirmación con lo señalado en el artículo 234 primer inciso ibídem, cuando establece que la transmisión de los valores representados por anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable; la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos valores.

La publicidad formal sería aquella por la cual los terceros pueden conocer del contenido de los registros, pero esta si tiene deficiencias en cuanto la titularidad solo se permite consultarla a través de su propio titular mediante la extensión de certificados expedidos por la entidad que lleve la custodia.

Aunque en el glosario de términos de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores existen definiciones de lo que es una anotación en cuenta y desmaterialización de valores, hemos querido complementar con el agregado de una definición de lo que significa para nosotros un sistema de anotación en cuenta e incorporar conceptos propios teniendo como sustento lo investigado.

II.- En relación con las recomendaciones sobre principios aplicables a la estructura de un sistema de anotaciones en cuenta:

Nuestra regulación refiere dos principios que los encontramos en el artículo 66 de la Ley de Mercado de Valores cuando señala que los registros contables de los depósitos se regirán por los principios de prioridad de inscripción y tracto sucesivo; no obstante hemos considerado relevantes citar e incorporar otros a nuestro marco legal que permitiría dotar de una mayor y mejor eficacia a este sistema, siendo los siguientes: Principio de Legitimación, Principio de la unidad de representación, Principio de la Irreversibilidad, Principio de la unidad del registro contable, Principio de la inscripción constitutiva, Principio de la irrevindicabilidad.

III.- Con relación a las Entidades Registrales:

Un pilar fundamental en estos sistemas de anotación en cuenta es determinar la entidad o entidades encargadas de la llevanza de las anotaciones contables y la forma estructural del registro. En el caso de los valores negociados en los mercados organizados, los registros contables que reflejan la titularidad de los valores y su transmisión suelen estar en manos de intermediarios financieros, típicamente una central de depósito. Para el caso ecuatoriano, la Ley de Mercado de Valores ha dejado esa responsabilidad al Banco Central del Ecuador y a las sociedades anónimas constituidas con el nombre genérico de Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores.

Destacamos que en el sistema financiero ecuatoriano, no existe disposición legal que faculte a otros entes diferentes a los citados, para que puedan actuar como entes registrales.

IV.-Con relación a las estructuras registrales y su tratamiento jurídico respecto a la titularidad y la circulación de los derechos en el Ecuador y en países Iberoamericanos.

Identificado el ente registral será de suma importancia conocer su estructura registral pues dependerá del sistema que utilice para determinar el tipo de titularidad que tiene el inversionista, esto es, si es de naturaleza real individual o colectivo, o si es personal o de crédito, lo que es fundamental su calificación para proteger adecuadamente el tráfico de los derechos frente a concursos o embargos o cualquier otra medida cautelar.

Se conocen tres tipos de estructuras registrales:

El sistema único y central o transparente, adoptado por el Ecuador, que permite determinar la identidad de los inversionistas finales. Este modelo no plantea grandes problemas jurídicos, porque la titularidad del derecho está plenamente identificada en el inversionista.

El sistema doble escalón, no permite que los inversores finales guarden una relación contable - registral directa con la central de depósito o con la entidad

encargada de llevar el registro. Coexiste un registro central, donde las entidades financieras o depositantes directos mantienen cuentas abiertas globales respecto de sus clientes y otra cuenta segregada para su portafolio propio, consecuentemente en este esquema operativo no constan los saldos de los titulares finales.

El sistema multinivel, este modelo tampoco permite conocer los inversores finales, pues así mismo existe respecto al intermediario o depositante directo, un registro central con cuenta de portafolio propio y otra global de clientes en la que tiene como mandante a otro intermediario o depositante directo, por lo tanto será en el último eslabón de la cadena donde quede registrada contablemente la titularidad del inversionista final.

V.- Con relación al contrato de depósito colectivo de valores

El depósito colectivo de valores, es una nueva figura jurídica de carácter mercantil, que nace como un instrumento auxiliar o complementario dentro del engranaje del sistema de anotaciones en cuenta para facilitar la circulación de los derechos y colaborar en la seguridad y rapidez, de los mismos. Bajo este sistema de depósito colectivo, los valores que son admitidos por el Depósito, para su custodia y administración, adquieren el carácter de fungibles al formar parte del conjunto de valores de la misma clase, serie, especie y emisor, por lo que los titulares son copropietarios de una cuota parte.

Por la forma como se estructuran operativamente los registros de anotación en cuenta desde su constitución y posterior registro contable de adeudos y abonos, que dan cuenta de la circulación de los derechos, entendemos que en el Ecuador estamos frente a un sistema de depósito colectivo, por lo que consideramos de vital importancia que este nuevo instrumento nazca de un cuerpo legal que defina el concepto y establezca los elementos mínimos que debiera contener el contrato.

VI.- Con relación al Proceso de Compensación y Liquidación de Valores

La importancia de ofrecer una infraestructura operativa y un marco normativo adecuado para los procesos de compensación y liquidación de valores que brinden

confianza al mercado, ha sido siempre una constante preocupación de organismos internacionales; no debe ser ajeno a nosotros estos temas, que hoy son poco conocidos por los agentes del mercado, pues de seguir con las deficiencias regulatorias no será posible que el mercado de valores ecuatoriano se inserte en los mercados internacionales.

El proceso de compensación, liquidación y registro de valores puede ser realizado por una entidad compensadora y liquidadora del sistema, un depósito central de valores o una cámara central de contraparte, que en la actualidad está tomando cada vez mas relevancia en los mercados internacionales, dotándoles de un plus que genera seguridad y confianza en el mercado por el cumplimiento oportuno de la liquidación de la operación.

VII.- Los Riesgos de la Post-Contratación.

Todas las operaciones que se cierran en un sistema transaccional (fase de contratación), siempre estarán expuestas en mayor o menor medida al riesgo de una liquidación fallida, por cuanto las estructuras financieras de los entes a cargo de estos sistemas de compensación y liquidación de valores, no cuentan con instrumentos de cobertura que les permitan mitigar los riesgos propios de la operación, los cuales han sido citados y definidos en el título XI, siendo éstos los siguientes: Riesgo de crédito, Riesgo de Liquidez, Riesgo Operacional, Riesgo Legal, Riesgo de Garantías, Riesgo Sistémico.

VIII.- Con referencia a los instrumentos de cobertura de riesgos jurídicos-financieros.

Mitigar los riesgos deberá ser preocupación constante de todo administrador de estos servicios de compensación y liquidación de valores, para ello resulta fundamental que nuestro marco legal incorpore figuras como el préstamo de valores, la obligación de contar con líneas de crédito financieras, la firmeza de la operación, fondos de garantía individual y colectivo, cuyos conceptos se desarrollan ampliamente en el título XII.

IX.- De los principios rectores de los sistemas de compensación y liquidación de valores y de las infraestructuras de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores

Los administradores de los sistemas de compensación y liquidación y las entidades de contraparte central, requieren un marco de principios que les permita brindar un servicio seguro y eficiente, a fin de que puedan mitigar al máximo los riesgos al que están expuestos por los probables incumplimientos de los participantes en la fase de liquidación. Estas recomendaciones internacionales y su grado de aplicación en el Ecuador con relación a las infraestructuras de los depósitos centralizados, las comentamos con más detalle en los títulos XIII y XIV

X.- De las disposiciones legales y normativas ecuatorianas

Una vez que se ha explicado y extractado el entorno y el engranaje operativo-jurídico del funcionamiento de un sistema de anotación en cuenta y la fase de post-contratación, que tiene relación con los procesos de la compensación y liquidación de valores, podemos observar los problemas que se pueden derivar tanto en la estructura financiera de los depósitos de valores, como en el tráfico jurídico de los derechos, si la normativa legal no es clara y no cuenta con herramientas suficientes para evitar sobre todo riesgos sistémicos que derivarían en la desconfianza del mercado, teniendo su impacto en la seguridad y rapidez de la circulación de los derechos. Por esta razón hemos querido abordar estos temas y ponerlos de relieve para lograr con nuestra propuesta, construir un marco legal y reglamentario en el ámbito del mercado de valores, que armonicen y estén acordes con estos nuevos conceptos y corrientes de los mercados de valores internacionales, que permita al mercado de valores ecuatoriano insertarse en ellos.

En el título XVI hemos presentado de manera detallada las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y de la Codificación de Resoluciones dictadas por el

Consejo Nacional de Valores, y en la Ley de Compañías, que a nuestro entender podrían prestarse a confusión o que tienen un limitado alcance dentro de un sistema de depósito colectivo de valores y de anotación en cuenta.

Por ello, a continuación presentamos como recomendaciones el decálogo de los textos propuestos para reformar varios artículos de la citada ley y reglamento.

RECOMENDACIONES

PROPUESTA DE REFORMAS LEGALES Y REGLAMENTARIAS

LEY DE MERCADO DE VALORES

A continuación exponemos los textos propuestos para reformar algunos artículos de la ley:

Artículo 62.- De las operaciones autorizadas.-

Sustituir los literales a) b) c) y e) por los siguientes:

- a) Admitir valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores para encargarse de su custodia y administración, hasta su restitución para el caso de títulos valores, a quien corresponda.
- b) Llevar a nombre de los emisores los registros de acciones, obligaciones y otros valores, los libros de acciones y accionistas de las sociedades que inscriban sus acciones en la bolsa y, efectuar el registro de transferencias, así como la liquidación y compensación de los valores admitidos que se negocien en bolsa y en el mercado extrabursátil;
- c) Los entes partícipes del mercado de valores informarán al Depósito los nombres y apellidos o denominaciones o razones sociales según corresponda, de las personas a las que pertenezcan los valores admitidos. El depósito procederá a abrir una cuenta a nombre de cada depositante. Cada una de estas cuentas se subdividirá, a su vez, en tantas cuentas y subcuentas como comitentes declare y clase, serie y emisor de títulos valores sean admitidos respectivamente; reportará además, sus montos y características generales y entregará constancia de la existencia de dichas cuentas de acuerdo a las disposiciones que para el efecto expida el C.N.V., mediante norma de carácter general;
- d) Igual al texto actual
- e) Podrá unificar los títulos del mismo género y emisión que reciba de sus depositantes, en un título que represente la totalidad de esos valores admitidos. El fraccionamiento y las transferencias futuras se registrarán mediante el sistema de anotación de cuenta. La anotación en cuenta con cargo al título unificado, implica el registro o inscripción computarizada de los valores, sin que sea necesario la emisión física de los mismos, particular que será comunicado inmediatamente al emisor, de ser el caso; y,

Artículo 63.- Del contrato de depósito colectivo.- El contrato de depósito colectivo de valores, se perfecciona, para el caso de emisiones físicas, con la entrega de títulos valores para su custodia y administración, acompañados de los actos circulatorios correspondientes, de conformidad con lo previsto en los artículos 233 y 234 de esta Ley; tratándose de emisiones de valores desmaterializados o inmaterializados, se perfecciona con la creación del valor a través de la anotación en cuenta, efectuada por el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación. Por las características de colectivo, los valores depositados tienen el carácter de fungibles y los titulares tendrán un derecho de copropiedad sobre los valores de la misma especie depositados. Tratándose de títulos físicos, el Depósito queda obligado a restituir al depositante títulos por el mismo monto, clase, serie y emisor, pudiendo disponer de los valores depositados, que no formarán parte

de su patrimonio. Los contratos constarán por escrito en formatos aprobados por la Superintendencia de Compañías. Para el efecto, el C.N.V., emitirá normas de carácter general que establecerán los códigos de seguridad que deberán contener los registros electrónicos contentivos de los valores anotados en cuenta. Podrán actuar como depositantes directos las bolsas de valores, las casas de valores, las instituciones del sistema financiero, los emisores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, los inversionistas institucionales y las demás personas que determine el C.N.V., mediante norma de carácter general. El depositante, sin necesidad de estipulación expresa, garantizará la autenticidad, integridad y titularidad de los valores. A partir de la entrega, es responsabilidad del Depósito, en cumplimiento de su deber de custodia, administración y conservación de los valores, garantizar la autenticidad de los actos de transferencia, gravamen o limitación que inscriba en los registros a su cargo.

Artículo 65.- Ejercicio de los derechos patrimoniales.- El depósito centralizado de compensación y liquidación de valores ejercerá en representación de los titulares o propietarios de los valores, o de los depositantes tratándose de portafolio propio o administrado, los derechos patrimoniales inherentes a los valores que se hallen a su custodia y administración; por lo tanto, cobrarán intereses, dividendos, reajustes y el principal de los mismos, cuando sea del caso. Se prohíbe a los depósitos centralizados ejercer los derechos extra patrimoniales, como intervenir en juntas generales de accionistas u obligacionistas, impugnar acuerdos sociales u otros, ni siquiera en ejercicio de mandatos conferidos para el efecto.

Art. 70.- Responsabilidad del depósito.- La omisión de las inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas, la disposición arbitraria de los efectos depositados y, en general, las infracciones de los deberes legales y reglamentarios relativos a la custodia, administración, compensación, liquidación y registro, darán derecho a los perjudicados a reclamar al Depósito Centralizado la indemnización de los daños sufridos, excepto el caso de culpa exclusiva del usuario de los servicios.

El reclamo de la indemnización de daños y perjuicios no impedirá el ejercicio de las acciones penales a que hubiere lugar.

Cuando el perjuicio consista en la privación de determinados valores y ello sea razonablemente posible, el Depósito Centralizado procederá a adquirir valores de las mismas características para su entrega al perjudicado. De no ser posible esta forma de restitución, el depósito deberá entregar al perjudicado el valor en efectivo, correspondiente al último precio de negociación.

Artículo 233.- De las características de los valores.-

A continuación de este artículo agregar lo siguiente: “Tratándose de valores desmaterializados representados por anotación en cuenta sólo podrán ser nominativos y circularán por la transferencia contable registrada en el Deposito Centralizado de Compensación y Liquidación que tuviere a su cargo la custodia y administración de estos valores.”

PROPUESTA DE REFORMAS A LA CODIFICACION DE RESOLUCIONES DICTADAS POR EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES

A continuación presentamos los textos de reforma propuestos para algunos artículos contenidos en el Título II, Subtítulo VI, Capítulo II:

Sección II:

“Art. 5.- Obligaciones de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.- Para dar cumplimiento a lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores estarán obligados a:

1.- Verificar que los títulos valores que recibe en depósito cumplan con los requisitos formales establecidos por cada valor (...)

Sección III:

“Art. 7.- Entrega y Restitución de valores.- En virtud del respectivo contrato de depósito, el depositante entregará al depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, los valores representados por títulos para el cumplimiento de las finalidades de depósito, custodia, compensación, liquidación y registro de las transferencias que se realicen en el mercado de valores; obligándose dicho depósito a la restitución de dichos títulos, así como a hacer efectivos los derechos derivados de los mismos, todo ello según los términos del contrato y la naturaleza del valor.”

Art. 8.- Transferencia de Valores.- Tratándose de depósitos colectivos de valores, la transferencia de valores deberá reflejarse en los respectivos asientos contables y en los

registros del depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, sin que sea necesaria la entrega material de los títulos. La transferencia de valores, así como la inscripción en el registro del respectivo emisor, se ejecutará por parte del depósito centralizado de compensación y liquidación de valores a nombre y en representación del depositante, titular o propietario de acuerdo al comprobante de liquidación emitido por la casa de valores con la firma de aceptación del comitente; y, con el comprobante de transacción que emita al efecto la respectiva bolsa de valores o mecanismo centralizado de negociación. Este procedimiento aplica para todos los valores nominativos, susceptibles de oferta pública.”

“Art. 9.- Depósito y Custodia de valores.- Se cumplirá el depósito y custodia de los títulos, mediante el procedimiento de su registro y conservación física, a través de los medios más idóneos y siguiendo los pasos previstos en el reglamento interno y en el manual operativo.

Se cumplirá la admisión y custodia de los valores desmaterializados mediante la creación y conservación de su registro en cuenta.

Los registros preindicados podrán llevarse mediante sistemas manuales o electrónicos.

Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores estarán autorizados a prestar los siguientes servicios:

1. Pagar, cobrar, recibir y acreditar los ingresos que generen los valores custodiados a favor de quien corresponda;
2. Canjear títulos o certificados provisionales por títulos o valores definitivos;
3. Notificar la transferencia a la cuenta del propietario en el caso de dividendo acción;
4. Notificar al titular sobre los actos societarios, entendidos como cualquier evento realizado por la compañía que incida sobre el precio de sus valores.

Los valores que constituyen materia de depósito quedarán inmovilizados y registrados en cuenta, en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Las transferencias que se efectúen con dichos valores, se registrarán y afectarán las respectivas cuentas.”

“Art. 10.- Liquidación de las transferencias de valores y fondos.- Es el perfeccionamiento de la negociación realizada en los mercados bursátil o extrabursátil, con la entrega de los valores al adquirente y los fondos al transmitente, luego de haberse cumplido la fase de compensación.

Artículo Innumerado Agregado.- Del Registro de Transferencia.- Es la etapa final del proceso de compensación y liquidación, en la que se producen los cargos y abonos en los registros contables correspondientes, es decir, la transferencia de los valores de la cuenta del transmitente al adquirente, consolidándose la titularidad o el derecho de propiedad sobre los valores transferidos.”

Artículo 12.- Cierre de Cuentas.- El propietario o titular, a través de su depositante podrá ordenar al depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, el retiro de los títulos valores registrados en su cuenta, siempre que no tenga obligaciones pendientes.

El propietario titular podrá cambiar de depositante, para lo cual informará de este hecho en el formulario que emitirá el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores; el mismo que no podrá aceptar las instrucciones impartidas por el depositante sustituido que no conste en el respectivo contrato.

Si una cuenta mantiene saldo cero y no registra movimientos por un período ininterrumpido de ciento ochenta días, el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores procederá al cierre automático de la cuenta, debiendo notificar de ella al o los depositantes quienes informarán del hecho al titular de la misma.

El retiro de los valores desmaterializados o inmaterializados, será determinado por las normas de carácter general que para el efecto dicte el Consejo Nacional de Valores.”

PROPUESTA DE REFORMA A LEY DE COMPAÑIAS

A fin de guardar armonía con las observaciones determinadas precedentemente en la Ley de Mercado de Valores y en ciertos artículos de la Codificación de Resoluciones dictadas

por el Consejo Nacional de Valores, a continuación proponemos el texto reformativo del inciso tercero del artículo 189 de la Ley de Compañías:

Artículo 189.- (...) En el caso de acciones inscritas en una bolsa de valores e inmovilizadas en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, o representadas por anotación en cuenta, la inscripción en el libro de acciones y accionistas, será efectuada por el depósito centralizado, con la sola presentación del comprobante de liquidación emitido por la casa de valores con la firma de aceptación del comitente; y, con el comprobante de transacción que emita al efecto la respectiva bolsa de valores o mecanismo centralizado de negociación (...).”

PROPUESTA INCORPORACIÓN DE PRINCIPIOS FUNDAMENTALES DE UN SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA

Como habíamos mencionado anteriormente, incorporar en la Ley de Mercado de Valores principios fundamentales de un sistema de anotación en cuenta, proporcionarán al mercado financiero seguridad jurídica que coadyuvarán a la seguridad y rapidez en el tráfico de los valores y sus derechos incorporados.

Por ello a continuación presentamos y proponemos la incorporación de un capítulo que contenga los principios que exponemos a continuación:

Principio de Legitimación.- El asiento contable produce todos los efectos mientras no sea declarado inexacto o inválido. A través del principio de legitimación, el titular del derecho hace uso del ejercicio de sus derechos.

Principio de la unidad de representación.- La totalidad de los valores pertenecientes a una misma emisión deberá sujetarse a la misma forma de representación.

Principio de Irreversibilidad.- La emisión de valores representados en anotaciones en cuenta no se podrán transformar en títulos valor, salvo casos excepcionales que serán expresamente determinados por la vía reglamentaria”.

Principio de la unidad del registro contable.- El registro contable de los valores de una emisión será asignado por el emisor a una única entidad registral. En el caso de valores negociables en el mercado de valores, serán los depósitos centralizados de compensación y liquidación los únicos que ofrezcan estos servicios.”

Principio de la inscripción constitutiva.- Se reconoce como el acto constitutivo, de los valores representados por medio de anotación en cuenta, la inscripción en el registro contable.

Principio de no reivindicación.- El tercero adquirente de buena fe del titular registral no estará sometido a reivindicación.

PROPUESTA DE INCORPORACIÓN DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGOS.

Finalmente, para cerrar el círculo de instrumentos necesarios de incorporar en la legislación ecuatoriana para garantizar las operaciones del mercado en un sistema de anotación en cuenta, nuestra recomendación es incorporar en la Ley de Mercado de Valores un capítulo que incorpore los mecanismos de cobertura de riesgos.

A continuación presentamos el decálogo de artículos que incorporan cinco figuras básicas para mitigar los riesgos de incumplimiento y proteger el mercado.

FIRMEZA DE LA OPERACIÓN.- Todas las órdenes son firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación. Se entenderán aceptadas una vez que se hayan cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos por el sistema; una vez que sean firmes, no pueden verse alteradas por medidas judiciales o administrativas. Sin embargo, cualquier medida judicial precautoria, los embargos o cualquier medida concursal podrán ejecutarse sobre los resultados de la liquidación si la hubiere.

PRÉSTAMOS DE VALORES.- A través de un contrato de naturaleza mercantil, el titular de los valores presta a otro deficitario de los mismos (prestatario), para que éste los pueda destinar a su enajenación o al cumplimiento de garantías o para cubrir posiciones en la fase de liquidación, con la obligación de restituirle títulos del mismo emisor, serie y clase pero no necesariamente los mismos, dado el carácter de fungibilidad que tiene el sistema. Los valores objeto de préstamos, deberán estar libres de toda carga o gravamen y estar inscritos en el Registro de Mercado de Valores.

LÍNEA DE CRÉDITO.- La línea de crédito es un mecanismo de fondeo de los Depósitos de Valores o de las cámaras de compensación y liquidación, a través del cual se abren líneas de crédito en un grupo de entidades financieras, con el objeto de garantizar la efectividad inmediata de pagos en caso de insuficiencia de fondos de la entidad participante compradora

GARANTÍAS INDIVIDUALES.- Se establece el requerimiento de valorar a precios de mercado todas las posiciones no liquidadas durante los días que dura el ciclo de liquidación. En la medida en que varíen los precios que afecten a la contraparte perdedora, se exige la constitución previa de una garantía colateral por la diferencia entre el precio de la transacción y el precio spot, en función de los riesgos asociados inherentes. El Consejo Nacional de Valores, mediante normas de carácter general establecerá su aplicación.

GARANTÍAS COLECTIVAS.- Se establece la constitución de un fondo común con características de solidario, en virtud del cual se distribuye las pérdidas entre sus participantes en caso de incumplimiento de alguno de ellos. Se constituirá con dinero y valores de alta liquidez con riesgo de crédito y de mercado con tendencia a cero. La aportación de cada uno de los participantes será proporcional al nivel de exposición de riesgo. El Consejo Nacional de Valores mediante normas de carácter general establecerá su aplicación.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVAREZ ROLDAN, Andrea – PINEDA SANCHO, José Pablo, Los títulos valores electrónicos, análisis de los principios jurídicos de incorporación, literalidad, legitimación, autonomía, abstracción y el fenómeno de la desmaterialización, Tesis de Grado, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2010, Disponible en <http://biblioteca.aeu.org.uy/cgi-bin/wxis1660.exe/iah/?IsisScript=iah/iah.xis&base=baeu&lang=e&nextAction=lnk&exprSearch=VALLARINO%20BERRETTA,%20CLAUDIA&indexSearch=AU>

ANDRADE UBIDIA, Santiago. Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano, Tercera Edición, Fundación Andrade & Asociados Fondo Editorial, Quito Ecuador, 2006.

AVELLA MONDANO, GERMÁN DARIO, Los Sistemas de Compensación y Liquidación de Operaciones, Colombia, 2007. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20071130144631.pdf>

CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo, DE REINA TARTIERE, Gabriel, Mercado de Capitales, Primera Edición, Editorial Heliasta S.R.L., Argentina 2009.

CABALLERO GERMAIN, Guillermo, La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta, Primera Edición, Editorial Aranzadi S.A., Pamplona 2010.

CAMERINI, Marcelo A, Mercado de Valores principios y regulaciones. Fundamentos: Bolsa de Comercio Mercado de Valores y Caja de Valores. Ética, Primera Edición, Editorial Ad-Hoc, Buenos Aires, 2002.

CAMERINI, Marcelo A, La Transparencia en el Mercado de Capitales, Primera Edición, Editorial Ad-Hoc, Buenos Aires, 2007.

CEDEVAL, Manual de Operaciones, Capítulo VI, Compensación y Liquidación de Valores. Disponible en <https://www.cedeval.com/cap%206.pdf>

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS, BANCO MUNDIAL, Sistemas de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores en México, 2003. Disponible en <http://www.banxico.org.mx/sistemas-de-pago/material-educativo/intermedio/%7B8BE6E2D1-95B2-4161-E81E-3EA205742B60%7D.pdf>

CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO, Secretaria Ejecutiva, Programa de Armonización de los Mercados de Deuda Pública de Centro América, Panamá y

República Dominicana, Taller de Anotación en Cuenta, Compensación y Liquidación de Valores, Panamá 2002, Disponible en <http://www.secmca.org/DOCUMENTOS/DP/TALLERV/PRESENTACION3-VTALLER.pdf>

DURÁN DÍAZ, Oscar Jorge, Los títulos de crédito electrónicos su desmaterialización, Primera Edición, Editorial Porrúa, México 2009.

FUNDACION INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADO DE VALORES, Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores de Iberoamérica, Primera Edición, Grupo Tramec, Madrid, 2012.

FUNDACIÓN INSTITUTO IBEROAMERICANO DEL MERCADO DE VALORES, Cuarto Seminario sobre: Custodia y Mecanismos de Compensación y Liquidación de Valores, Costa Rica 2003, Disponible en www.iimv.org/actividades2/Cartagena03/CostaRicaLunes.ppt

GALLEGOS GOMEZ, Ricardo, Tesis Doctoral, El Sistema de Anotación en Cuenta en la Ley de Mercado de Valores, Guayaquil – Ecuador, 2009.

GARCIA – MUÑOZ, José Alpiniano. Títulos Valores Régimen Global, Editorial Temis S.A. Primera Edición, Bogotá-Colombia 2008.

GONZALEZ CASTILLA, Francisco, Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta, Primera Edición, Tirant Lo Blanch, Valencia 1999.

LAZEN J, Vicente, El proceso de compensación y liquidación de valores, Presentación y Taller sobre el registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica, Costa Rica, 2012. Disponible en <http://www.iimv.org/actividades2/CostaRica2012/Dia%2010/VlazenDia10.pdf>

MARIETTE BAENA MARTINEZ, Catherine, La Desmaterialización de los títulos valores del mercado público de valores al sector financiero y los títulos en particular, Primera Edición, Grupo Editorial Ibañez, Bogotá 2008.

MARTINEZ ECHEVERRIA Y GARCIA DE DUEÑAS, Alfonso, La naturaleza Jurídica de los “valores anotados en cuenta”: El desarrollo de la doctrina de los wertrechte en el derecho español, Primera Edición, Editorial Mariano Otero, México 2003.

MATTAR OYARZÚN, Pablo, Mercado de Valores Sistema de Depósito Centralizado, Primera Edición, Editorial Jurídica de Chile, Chile 1999.

MORALES DEL CID, Luis Alfredo, Tesis de grado Universidad de San Carlos de Guatemala, La desmaterialización de los títulos valores como medio más seguro de comercializarlos dentro del mercado bursátil guatemalteco, Guatemala, 2006.

MUSITANI, Alfredo, Desmaterialización de títulos valores, Publicación Revista Argentina de Derecho Empresario, Disponible en <http://ijeditores.com.ar/articulos.php?idarticulo=42143&print=2>

NUÑEZ, Mónica, Tesis de Grado No. 28, La desmaterialización y su impacto en la gestión de riesgos en el mercado público de valores, Universidad Externado de Colombia, Colombia, 2004.

ORÉ CHAVEZ, Iván, Desmaterialización de valores mobiliarios: algunas reflexiones a propósito de la inclusión de este término en la Ley de Títulos Valores, Ponencia presentada ante el VII Congreso Internacional de Derecho de Trabajo y de la Seguridad SOC, 2007, Lima Perú. Disponible en <http://derechogeneral.blogspot.com/2007/12/desmaterializacin-de-valores.html>

PAZ – ARES, Cándido, La Desincorporación de los títulos valor, Texto de la Conferencia dictada en el Colegio Notarial de Madrid, Febrero de 1995.

RODRIGUEZ AZUERO, Sergio, Contratos Bancarios, Sexta Edición, Legis Editores S.A., Colombia 2009.

RODRIGUEZ MARTINEZ, Isabel. Instrumentación y Gestión de los Valores Anotados en Cuenta, Primera Edición, Tirant Lo Blanch, Valencia 2006.

ROJAS CHAN, Anayansy, Manual de Depósito Centralizado de Valores y Custodia Global, Primera Edición, Impresos Roa, Costa Rica 2010.

CODIFICACION DE LAS RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES, Ecuador, Registro Oficial

CODIGO DE COMERCIO, Ecuador

DECRETO PRESIDENCIAL No. 1456, Sistemas de Compensación y Liquidación de operaciones sobre valores, Boletín Jurídico No. 8, Colombia, 2007. Disponible en <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/bol>

LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES, España, Primera Edición, Editorial Colex, Madrid 2003.

LEY DE COMPAÑÍAS, CODIFICACION, Ecuador, Registro Oficial 313, 5 de noviembre de 1999.

LEY DE MERCADO DE VALORES, CODIFICACION, Ecuador, Registro Oficial Suplemento No. 215, 22 de febrero de 2006.

LEY DE MERCADO DE VALORES, Argentina

ABREVIATURAS

LMV	LEY DE MERCADO DE VALORES
CNV	CONSEJO NACIONAL DE VALORES
CCP	CÁMARA DE CONTRAPARTE CENTRAL
SCLV	SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES
IOSCO	ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES
CPSS	COMITÉ DE SISTEMAS Y LIQUIDACIÓN DE PAGOS
LUG	LEY UNIFORME DE GINEBRA
OTC	OVER THE COUNTER
FMI	INFRAESTRUCTURA DE MERCADOS FINANCIEROS
COSO	COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION