

**UNIVERSIDAD CENTROAMERICANA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS**



**LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES Y SU
ANOTACIÓN EN CUENTA**

Escrito monográfico para la obtención del título de Licenciado en Derecho

Autores: Br. Julio Nolasko Medrano Paladino
Br. José Ramón Rojas Urroz

Tutor: Msc. Cristian Robleto Arana

Año Académico 2006

ÍNDICE GENERAL

INTRODUCCION

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

OBJETIVOS

HIPOTESIS

CAPÍTULO I: TEORÍA GENERAL DE LOS TÍTULOS VALORES

CAPÍTULO II: LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS-VALORES Y SU SUSTITUCIÓN POR ANOTACIONES EN CUENTA

CAPÍTULO III: ASPECTOS COMPARATIVOS DE LA ANOTACIÓN EN CUENTA EN OTRAS LEGISLACIONES

CAPÍTULO IV: RÉGIMEN JURÍDICO DE NUESTRO MERCADO DE VALORES Y SU RELACIÓN CON LA DESMATERIALIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES

CONCLUSIONES

RECOMENDACIONES

GLOSARIO

INDICE DE AUTORES

BIBLIOGRAFIA

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a Dios, todopoderoso, por haberme dado la vida, y permitirme poder culminar mis estudios universitarios a través del presente escrito monográfico, a mi Madre Rafaela Inés Urroz Gutiérrez, mi dama de hierro, mujer ejemplar e incansable trabajadora, formadora de mi carácter, ideales y sueños, por haberme educado y apoyado para poder cumplir todas mis metas como persona y profesional; a mi Padre José Ramón Rojas Méndez, por haber heredado todo lo bueno de él, por habernos ayudado en la revisión ortográfica y haberme facilitado los libros para la elaboración de esta monografía.

A todos (as) los (as) profesores (as) de la Carrera de Derecho de la Universidad Centroamericana, UCA, que contribuyeron en mi educación profesional al brindarme su amistad y parte de su tiempo y conocimientos. En especial a mi primera profesora Karla Matus y a nuestro Tutor Cristian Robleto Arana por su tiempo, consejos y apoyo.

A mis amigos (as) y compañeros (as) de la Carrera de Derecho Económico, porque durante los cinco años que estuvimos juntos los aprendí a conocer, querer, respetar y formamos parte de una gran familia. En especial a Julio, Yadder, Amanda, Irma, Ronny, Paola, Francis, Jaime, Nora, Adiactza, Henry, Rubén, Oscar, Lyhelis, y Wendy por su amistad incondicional.

Al Amor de mi vida, a la única mujer que he amado y espero amar hasta el último de mis días, a ti Karla González Falla.

José Ramón Rojas Urroz.

DEDICATORIA

A ti Madre, por haberme impulsado a estudiar la Carrera de Derecho, y ser la luz que día tras día guiaba mi camino para poder continuar y coronar esta meta; por estar junto a mí cuando me sentía solo, por darme fuerzas cuando carecía de éstas, por celebrar conmigo mis éxitos; simplemente por permitirme ser tu hijo.

A mi Abuelita, María Adilia Gutiérrez Hernández, madre y padre al mismo tiempo, mujer digna y trabajadora, ejemplo de bondad, verdad y vida.

A mi hermano, Yasser Rafael Rojas Urroz, hombre inteligente y de carácter fuerte, digno de admiración.

A mis hermanas, María Arledis e Idania Paola Rojas Urroz, jóvenes aventureras de la vida, verdad y fuerza las define a cada una.

A ti por ser la mujer que amo, Karla González Falla.

José Ramón Rojas Urroz.

AGRADECIMIENTOS

Quiero dar las gracias a una persona muy especial, que con el pasar de los años, y el constante compartir de los éxitos y las derrotas, se convirtió en un hermano, quien desde un inicio me instó a dar lo mejor de mí, y tuvo la gran disponibilidad de compartir lo poco o mucho que tenía con mi persona. Gracias mi hermano José Ramón Rojas Urroz, por compartir tantos logros y por enseñarme a tener fe en mi mismo, en mis sueños y en mis metas. Tu sabes que puedes contar con migo en las buenas y en las malas.

Quiero dar las gracias a la Dra. Rafaela Urroz, por toda la comprensión, apoyo y atención que me brindo durante todos estos años, en los que recibí de su persona un cariño y aprecio especial, que me hicieron sentir como uno más de su familia. Gracias por creer en mi y acogerme en el seno de su hogar durante todo este tiempo. Yo siempre apreciaré enormemente el cariño que me brindo.

Deseo agradecerle a Yasser Rafael, María Arledis e Indania Paola Rojas Urroz, por su atención y especial familiaridad, con la que continuamente me han tratado. Yo les aprecio y les deseo siempre todo lo mejor.

Gracias por ser mi segunda Familia durante todos estos largos años, les quiero y les estimo mucho.

Julio Nolasco Medrano Paladino

AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer antes de todo a Dios, fuente de Luz y Sabiduría, por haberme permitido culminar mis estudios universitarios y haberme acogido en sus brazos en los momentos en que yo más lo necesite, quiero expresar mi más profundo agradecimiento, a la mujer que siempre me ha tenido en su seno, que ha sacrificado todo por mí, y a quien debo todo lo que soy, a mi madre Daisy del Carmen Paladino Valle, quien desde un inicio confió en Mi, a lo largo de estos años de estudio, gracias mamá, por darme todo el amor necesario para salir adelante, por ser mi ángel, y por hacer de nuestro sueño una realidad.

A todos los profesores de la Carrera de Derecho de la Universidad Centroamericana, UCA, que me brindaron sus conocimientos, amistad y consejos, que me han servido de mucho para finalizar mi educación profesional. En especial al Maestro Dr. Jesús Herrera Espinoza, quien siempre me brindo su tiempo y amistad, sobre todo en mis últimos años de carrera, y a nuestro Tutor Cristian Robleto Arana por su tiempo, consejos y apoyo en este proyecto que hoy por fin culminamos.

A mis amigos (as) y compañeros (as) de la Carrera de Derecho Económico, que durante estos años de estudio, siempre estuvieron a mi lado, brindándome su apoyo, sin importar el momento que fuese, y con la satisfacción de verlos más que unos amigos, como unos hermanos. En especial a Ramón, Jaime, Yadder, Henry, Rubén, Oscar, Paola, Amanda, Nora, Lucia, gracias por su amistad incondicional.

Julio Nolasco Medrano Paladino

DEDICATORIA

Dedico este esfuerzo a la mujer que desde niño a guiado mis metas y anhelos, intentando hacer de mi una persona especial, a la mujer tenaz e ineludible, que ha tenido el coraje de llevarme hasta la cúspide de ésta y de muchas metas, que nunca flaqueo en esos momentos en los que el camino era más difícil, pues muchas veces hubo desánimo, impaciencia, inseguridades, que poco a poco desaparecieron con forme tú les diste sosiego.

Dedico este empeño a la persona que desde siempre me ha visto correr, caer y levantarme, no sin antes enseñarme que siempre debo tener presente a Dios, no sin antes enseñarme que siempre hay que ser perseverante y que lo importante no es solo llegar hasta la cúspide, sino también, saber mantenerse allí, y compartir el éxito alcanzado con las personas que nos aprecian y que en algún momento, nos brindaron su mano amiga en el caminar de estos años de estudio.

Te Dedico este pequeño gran éxito, a ti Daisy del Carmen Paladino Valle, por ser la inspiración de mis logros.

Julio Nolasco Medrano Paladino.

ABREVIATURAS Y SIGLAS

Abreviaturas:

1. **Arto.:** Artículo.
2. **Cn.:** Constitución.
3. **IR:** Impuesto sobre la Renta.
4. **No.:** Número.
5. **Pág.:** Página.

Siglas:

1. **BCN:** Banco Central de Nicaragua.
2. **BVDN:** Bolsa de Valores de Nicaragua.
3. **CENIVAL:** Central Nicaragüense de Valores.
4. **CNMV:** Comisión Nacional del Mercado de Valores de España.
5. **LEF:** Ley de Equidad Fiscal.
6. **LGTV:** Ley General de Títulos Valores.
7. **LRMV:** Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica.
8. **PLMC:** Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua.

INTRODUCCIÓN

El presente estudio, titulado “Desmaterialización de los Títulos-Valores y su Anotación en Cuenta”, es de suma importancia en el ámbito jurídico nacional debido a la reciente aprobación por parte de la Asamblea Nacional y pronta publicación del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, que regula la desmaterialización de los valores y su anotación en cuenta, figuras jurídicas de gran relevancia en los Mercados de Valores desarrollados, Norteamericano y Europeos, principalmente al momento de realizarse una transacción de valores desmaterializados entre un puesto de bolsa vendedor y otro comprador, siendo éstos posteriormente anotados en cuenta por la entidad encargada de su registro, brindándole de esta manera una mayor seguridad jurídica al inversionista que compra o vende valores en la Bolsa, así como eficacia al momento de realizar sus transacciones.

Con este trabajo pretendemos aportar una idea específica sobre lo que es la desmaterialización o bien la pérdida del soporte cartular y su correspondiente sustitución por anotaciones en cuenta, esto último producto de los avances en la informática tanto a nivel doctrinario como a nivel jurídico legal (nacional e internacional). Por tanto, de manera anticipada conceptualizamos que la desmaterialización de los títulos-valores consiste en la eliminación de valores físicos por anotaciones en cuenta, dentro de un sistema electrónico, que se debe de administrar a través de depósitos centralizados de valores, lo que permite dar una mayor agilidad, eficiencia y seguridad a las transacciones bursátiles, esto sin menoscabar la importante disminución en los costos provocados por el uso del papel. Lo común a todas estas transacciones es que todo lo que circulan en ellas son impulsos electrónicos, radicalmente intangibles. El oro reemplazó en una época a las mercancías; a su vez fue sustituido por el papel (billetes, acciones, letras, bonos, etc.); ahora éste es sustituido por simples pulsos electrónicos. Vamos pues hacia el fin del papel moneda, a una gran aceleración de las transacciones, que se acercan al tiempo real, a una significativa pérdida del poder de los bancos y hacia la emergencia de nuevas formas de contabilidad social del trabajo¹.

¹ A., Mendoza Luna, Desmaterialización de valores mobiliarios. Algunas reflexiones a propósito de la Ley de Títulos Valores, 3 de abril de 2006 en <http://www.alfa-redi.org/rdi-articulo.shtml?x=630>.

A lo largo de este trabajo monográfico desarrollamos y explicamos el tema de la desmaterialización de los títulos-valores y su aplicación electrónica a través de su anotación en cuenta, partiendo de un estudio general, como lo es la Teoría General de los Títulos-Valores, base fundamental para la elaboración de nuestra tesis, seguidamente nos perfilamos, a nuestro segundo capítulo, en cual abordamos un estudio más específico, explicando el fenómeno de la Desmaterialización de los Títulos-Valores y su sustitución por Anotaciones en Cuenta, y consientes que este fenómeno es producto de un desarrollo alcanzado por determinados Mercados, especialmente el de Valores, creemos que es necesario conocer el ámbito en el cual se va a desarrollar esta institución jurídica una vez que sea sancionado y publicado el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

En cuanto a los dos últimos capítulos, dedicaremos el tercer capítulo a un estudio sobre el Régimen Jurídico de nuestro Mercado de Valores, continente de las principales Leyes, Decretos, Reglamentos, y otras disposiciones que nos permitan conocer el funcionamiento del referido mercado; para finalizar con un estudio específico, en un cuarto y último capítulo, sobre las principales normativas referidas al Derecho Comparado, relativo a los aspectos similares y diferentes de otras legislaciones con relación a la institución de la anotación en cuenta que se regula en nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

En cuanto a los dos últimos capítulos, dedicaremos el tercer capítulo a un estudio sobre las principales normativas referidas al Derecho Comparado, relativo a los aspectos similares y diferentes de otras legislaciones con relación a la institución de la anotación en cuenta que se regula en nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales; y finalizamos en un cuarto y último capítulo, abordando el Régimen Jurídico de nuestro Mercado de Valores y su relación con la desmaterialización de los títulos-valores, continente de las principales Leyes, Decretos, Reglamentos, y otras disposiciones que nos permitan conocer el funcionamiento del referido mercado.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La proliferación y utilización en el tráfico mercantil de los títulos-valores, específicamente de los valores mobiliarios, nos ha demostrado que la incorporación del derecho al título es limitada, siendo inevitable iniciar la sustitución del papel por nuevos sistemas electrónicos, más ágiles y seguros, he aquí nuestra primera problemática, ya que carecemos de normas que se ajusten a la desmaterialización de los títulos-valores y su anotación en cuenta debido a que actualmente fue aprobada por el plenario de la Asamblea Nacional el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, la cual posteriormente fue vetada por el Poder Ejecutivo; este fenómeno según experiencias legislativas extranjeras, ha devuelto a los mercados de capitales la agilidad perdida por la excesiva manipulación y movilización de títulos-valores que actualmente son objeto de transacciones en los mercados financieros internacionales².

Por otra parte, no todos los títulos-valores son ajustables a su desmaterialización y posterior anotación en cuenta, ya que únicamente puede ser aplicada a las acciones y obligaciones, títulos que tienen características especiales como por ejemplo: a) la de ser emitidos en serie, bajo los principios de igualdad e individualidad, b) en forma nominativa o al portador y bajo estricta decisión del emisor, c) que incorporan derechos de participación en una colectividad organizada de personas, económicos y administrativos, aptos para conferir estatus de socio (las acciones), para otorgar la condición de acreedor obligacionista (las obligaciones) y d) que en mercados de valores se sirven de “cupones” ó “cédulas” para representar los intereses (como es el caso de las obligaciones) o algunos derechos patrimoniales, como lo son al dividendo, a la cuota de liquidación o de suscripción preferente o de opción (siendo el caso de las acciones)³; por ende la tendencia es que los valores, o los derechos valores en su mayoría, se anoten en cuenta por medio de sistemas electrónicos, que permitan digitalizar registros informáticos sobre determinada información, en este caso sobre las transacciones bursátiles de títulos-valores; de hecho no son todas las acciones, ni todas las obligaciones las que se desmaterializan, de manera

² F., Ramírez Villalobos, La crisis del papel. La desmaterialización de los títulos-valores y la aparición de las anotaciones en cuenta, Revista Acta Académica, Universidad Autónoma de Centro América, Número 25, Noviembre 1999, 12 de noviembre de 2005 en www.uaca.ac.cr/acta/1999nov/fraramirez.htm.

³ A., Hernández Aguilar, Títulos-valores y Anotaciones en Cuenta, Investigaciones Jurídicas S.A., San José de Costa Rica 2005, pág. 13 y 14.

voluntario u obligatoria, sino únicamente las que se transan en Bolsa de Valores, o bien se pretenden ofrecer públicamente a los inversionistas⁴.

Una tercer problemática radica en el hecho de que a pesar que en nuestro país ya opera una incipiente industria de títulos-valores, la casi totalidad de sus transacciones se realiza con títulos emitidos por el Estado, lo que limita el desarrollo y seguridad de nuestro mercado de valores, porque las empresas privadas deberían de intervenir más en este mercado, escenario que se va a presentar una vez que se apruebe y sea publicado el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales. Además, podemos considerar que significaría un reto el hecho de convertir un sistema tangible, y de soporte de los títulos-valores a un sistema intangible, sistematizado y electrónico como lo es la anotación en cuenta.

Por tanto, es necesario cuestionarnos lo siguiente: ¿Es posible que el fenómeno de la desmaterialización de los títulos-valores se aplique a nuestro pequeño mercado de valores, por medio de sistemas electrónicos de anotaciones en cuenta, y que dicho fenómeno cuente con el respaldo de un marco legal que permita el desarrollo de un mercado de bonos, títulos y acciones al cual puedan acceder los inversionistas, y consecuentemente contar con una alternativa confiable para invertir su dinero, a la vez que ofrece a los pequeños, medianos y grandes empresarios una fuente de recursos más baratos y abundantes que los que puede ofrecerle la banca tradicional?

⁴ Ibíd, pág. 14.

OBJETIVOS

OBJETIVO GENERAL

Analizar críticamente si la institución jurídica de la desmaterialización de los títulos-valores a través de la anotación en cuenta, encaja en el sistema jurídico nicaragüense.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Determinar la trascendencia de los títulos-valores y su evolución hacia las anotaciones en cuenta.
2. Demostrar la importancia de la aplicación de la desmaterialización de los títulos-valores y su anotación en cuenta en nuestro mercado de valores.
3. Realizar un análisis comparativo de los aspectos más relevantes de las leyes de mercados de valores de otros países, que regulan la desmaterialización de los títulos-valores y su anotación en cuenta, tomando en consideración su relación con nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.
4. Dar a conocer brevemente el régimen jurídico de nuestro mercado de valores y su relación con la desmaterialización de los títulos-valores.

HIPÓTESIS

La desmaterialización de los títulos-valores a través de las anotaciones en cuenta, permitirá en el sistema jurídico nicaragüense, la agilización, eficacia y seguridad en las transacciones bursátiles nacionales, fortaleciendo así el tráfico jurídico y la posición del inversionista, acreedor o propietario del valor anotado en cuenta administrado por una central de valores.

CAPÍTULO I: TEORÍA GENERAL DE LOS TÍTULOS VALORES

1. CONCEPTO

El concepto de título-valor, ha tenido un desarrollo doctrinario muy variado, debido a que no existe un concepto claro de cuáles son los contornos precisos de la categoría de los títulos-valores. El término partió originalmente de la doctrina alemana, quienes desarrollaron el concepto de título al portador hablaron de “*werpapiere*”, esto es, de papel valor⁵. Pero este vocablo lleva consigo una connotación mucho más amplia del tecnicismo título-valor, puesto que con aquel término podría englobarse también a los llamados documentos de legitimación⁶ y títulos impropios⁷.

⁵ *Ibíd*, pág. 36.

⁶ El profesor español Enrique Gadea en su obra *Los Títulos-Valor* define a los documentos de legitimación así: Estos documentos no se emiten en masa, sirven para facilitar “*inter partes*”, tanto al deudor como al acreedor, la ejecución de la relación obligatoria. Ej: Ticket o billete de aparcamiento, o los resguardos de objetos entregados para la reparación. En la obra *Curso de Derecho Mercantil* coordinada por los maestros españoles Rodrigo Uría y Aurelio Menéndez en la página número 694 se manifiesta que: “Entre los títulos impropios figuran, en primer término, los *títulos de legitimación* por desempeñar, sencillamente, la doble función de permitir que el deudor se libere cumpliendo frente al tenedor legítimo del documento, y de facilitar al acreedor tanto el ejercicio como la transmisión del crédito, mediante la exhibición del documento en el primer caso o mediante su entrega en el segundo, con objeto de que sea el receptor el que ejercite el derecho, en calidad de cesionario, obviando el trámite de la notificación de la cesión al deudor”. Abordamos ambas posiciones debido a que en la doctrina no existe una definición unitaria sobre los documentos de legitimación o títulos de legitimación; por ello consideramos que la posición más apropiada para definir a los títulos de legitimación es la presentada por los maestros Rodrigo Uría y Aurelio Menéndez.

⁷ Además, el profesor Gadea manifiesta que los títulos-valores impropios: Son emitidos por empresarios que se obligan a cumplir una prestación objetiva que se ofrece a un colectivo anónimo e indeterminado. Ej: La entrada de un espectáculo, un billete de metro o de autobús o el ticket de un restaurante, la contraseña recibida en la ventanilla de un Banco. La posesión del documento legitima (legitimación activa) para exigir la prestación y, además, como esos documentos no excluyen la transmisión, circulan, al margen de la cesión, por medio de entrega o tradición. En la obra de los maestros Rodrigo Uría y Aurelio Menéndez en la página número 694 se define que en los títulos-valores impropios se advierte un grado imperfecto del fenómeno de la incorporación del derecho al documento, la nota de literalidad se presenta muy atenuada y, sobre todo, falta la característica de la autonomía que inmuniza a cada uno de los titulares de buena fe de los vicios o defectos jurídicos de quienes la precedieron en la tenencia del documento. De la definición anterior podemos concluir que un título-valor impropio es aquel que carece o adolece de uno de los requisitos de un título-valor, por ello consideramos que la concepción de Uría y Menéndez es la más apropiada.

En el artículo 1 de nuestra Ley General de Títulos Valores⁸, en adelante LGTV, se define al título-valor de la siguiente manera: “Son títulos-valores los documentos necesarios para ejecutar⁹ el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna. Representan cosas muebles corporales de carácter mercantil y su creación, emisión, transferencia y demás operaciones que en ellos se estipulen, son siempre actos de comercio”. De esta definición consideramos que los títulos-valores son cosas absolutamente mercantiles, debido a que su mercantilidad no se altera aún cuando las personas que realizan las operaciones con éstos, no sean comerciantes. Además, los títulos-valores se diferencian de las demás cosas mercantiles en que éstos son documentos¹⁰, es decir, medios reales de representación gráfica de hechos¹¹.

La mayoría de la doctrina mercantilista moderna considera que no es conveniente que la legislación positiva encuadre dentro de una norma la definición de título-valor, caso que ocurre en nuestra legislación. Esto por cuanto en la economía moderna la transformación de las operaciones mercantiles es constante y que, por tanto, siendo los títulos-valores el medio más eficaz y rápido de la movilización de la riqueza, sería limitar el desarrollo y modalidades de los mismos al cambio económico del cual dependen. Una interpretación taxativa o restrictiva, a tenor de lo que la ley expresa, dejaría por fuera una innumerable cantidad de documentos que presentan la misma naturaleza que aquellos¹².

En derecho toda definición es peligrosa, y así lo afirmaron los sabios romanos “*in iure omnis definitio periculosa*”¹³. Por regla general, las definiciones son impropias de una ley, pertenecen a la ciencia, no al legislador; y fuera de que sean incompletas ofrecen un campo propicio para discusiones.

⁸ Decreto 1824, 4 de Febrero de 1970, publicado en el Gaceta, Diario Oficial, No 146, 147, 148, 149, 150 y 170 del mes de Julio de 1971.

⁹ Consideramos que el término ejecutar no es el correcto, y que la correcta interpretación debe de ser ejercitar, debido a que éste es el término utilizado en la concepción brunneriana que ha sido aceptada por la doctrina mayoritaria, el cual estudiaremos posteriormente.

¹⁰ Son documentos mercantiles, a efectos de derecho privado, porque pueden ser entregados para el pago de deudas. F. Vicent Chuliá, Introducción al derecho mercantil, pág. 126.

¹¹ A., Navas Mendoza, Derecho Mercantil II, Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua, León, pág. 126.

¹² A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág. 39.

¹³ A., Solórzano Reñazco, Comentarios a la Ley General de Títulos Valores de Nicaragua, Hispamer, pág. 1.

Definir es determinar hasta donde abarca la descripción sintética de un fenómeno o categoría jurídica; por consiguiente, la definición debe tender hacia una perfeccionabilidad, hasta donde sea posible.

Según Heinrich Brunner, un título-valor “es un documento que incorpora un derecho de carácter privado de tal forma que para el ejercicio del mismo es necesaria la posesión del documento¹⁴”. La precedente definición corresponde al concepto amplio de título-valor, prevalente en la literatura científica de los países de lengua alemana; concepción compartida asimismo por un sector doctrinario español. Además, podemos denotar que presenta evidentes limitaciones para englobar los elementos del título-valor, no obstante nos expresa un elemento sustancial del mismo, el cual es la necesidad de la posesión y la legitimación para ejercitar el derecho, por ello consideramos necesario manifestar que se da en la misma una incipiente enunciación de incorporación del derecho.

Un sector de la doctrina italiana ha elaborado una concepción más amplia, del título-valor con el tecnicismo “título de crédito” que aunque no define como tal éste, ha logrado determinar sus elementos sustanciales y caracteres que conforman el contenido esencial del referido valor. El cuestionamiento atribuido está referido al error en atribuir tal denominación en el sentido de que la utilización de título de crédito en general, para referirse a todos los títulos-valores; a pesar de que este concepto es limitativo porque no abarca dentro de los títulos-valores los denominados títulos de participación, por ejemplo: los títulos accionarios que no necesariamente hacen referencia a un crédito en sentido estricto, sino a una prestación de carácter patrimonial y participación política mediante la acreditación de la cualidad de socio dentro de una sociedad capitalista como la anónima¹⁵.

Cessare Vivante nos define el título-valor como: “El documento necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo expresado en el mismo¹⁶”. Este concepto ha sido ampliamente criticado por la doctrina dominante, aduciendo sus detractores que no comprende todos los caracteres que son necesarios para su determinación. Si bien es cierto que este concepto

¹⁴ A., Hueck, y C. W., Canaris, Derecho de los Títulos-Valor, Editorial Ariel S.A., Barcelona septiembre de 1988, pág. 1.

¹⁵ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág. 37.

¹⁶ IDEM.

expresa los conceptos de autonomía y literalidad, que son propios del título-valor, éste resulta incompleto, al no incluir elementos como la circulación y la incorporación que son esenciales al título-valor, de ahí que sus detractores se inclinan por la denominada concepción de títulos circulatorios. Sin embargo, ésta otra postura, tampoco se encuentra exenta de crítica, pues no necesariamente todos los títulos-valores ostentan tal cualidad de absoluta prevalencia en su transmisión.

El documento es necesario no sólo por su condición del nacimiento y conservación del derecho, sino también de su disfrute. Sin él no es posible hacer efectivo el derecho en contra del obligado, ni transmitiendo a un tercero; así como su imposibilidad de pignoración. El derecho documental consignado en un título-valor, es un derecho que no vive por sí sólo, porque desde el momento en que se opera su consagración en el título, al título irá prendido por donde quiera que esta vaya, llevando su misma suerte.

Joaquín Garrigues define el título-valor como “un documento sobre un derecho privado cuyo ejercicio está condicionado a la posesión del documento¹⁷”. A partir de aquí, los casos que no se adapten totalmente al supuesto de hecho habrán de ser tratados como títulos-valores impropios o, en su caso, como meros títulos de legitimación sin el carácter de título-valor. Por tanto, las definiciones del título-valor giran alrededor del mismo concepto: la atribución del título a una persona como presupuesto del ejercicio del derecho mencionado en el título¹⁸.

El simple hecho de que un derecho de carácter privado se documente en un título, no es suficiente para que podamos decir ya que estamos en presencia de un título-valor, puesto que esto ocurre en el caso típico de un comprobante de deuda y nadie lo considera como un título-valor. En el reconocimiento de un préstamo, el deudor reconoce que ha recibido dicho préstamo y promete su devolución. Un título de este tipo facilita al acreedor la prueba de que su derecho a la devolución del préstamo en el caso de que el prestatario pusiera en

¹⁷ J., Garrigues, Curso de Derecho Mercantil, Imprenta Aguirre, Madrid 1976, pág. 721.

¹⁸ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 39.

duda posteriormente la existencia de su obligación. Tiene, por tanto una finalidad probatoria y por eso se consideran como documentos probatorios.

El derecho derivado del título “derecho de crédito”, generalmente sigue el derecho sobre el título “derecho real”. El maestro Costarricense Gastón Certad Maroto señala que el título-valor corresponde a un documento constitutivo que, a diferencia del probatorio, contiene una declaración de voluntad que da vida a un derecho subjetivo nuevo. Sostiene el autor que la doctrina dominante define el título-valor como “aquel documento formal que incorpora la orden o la promesa abstracta y autónomamente vinculante de una determinada prestación en los términos literales en que ha sido expresada¹⁹”.

2. LA DOCTRINA DE LOS TÍTULOS-VALORES

2.1 El Origen

El uso extensivo del capital y del recurso constante al crédito para atender las necesidades financieras de la actividad empresarial, a medida de la implantación del nuevo sistema económico posterior a la revolución industrial (sistema capitalista o economía de mercado), hace que una serie de documentos representativos de derechos de naturaleza patrimonial, nacidos en épocas anteriores a la de manifestación del fenómeno social antes mencionado (la letra de cambio²⁰, el conocimiento de embarque²¹, la acción²², el cheque, los títulos de deuda pública), cobren una importancia social de primera magnitud al objeto de permitir una más fácil y segura circulación de tales derechos. Ello no se reduce tan sólo al ámbito netamente comercial; ya que algunos de los referidos documentos, a través de la Bolsa, canalizan hacia la inversión productiva, tanto privada como pública, el ahorro de los particulares. Siendo el caso de las acciones, así como de los títulos de la deuda pública

¹⁹ IDEM.

²⁰ Según el Dr. José María De Eizaguirre la aparición de la letra de cambio se remonta a la Italia de 1339.

²¹ Goldschmidt sitúa sus primeras manifestaciones en el siglo XIII; señalando la presencia del término *conocimiento* en la legislación española del siglo XVI.

²² La primera aparición comprobada de la *actie holandesa* tiene fecha exacta: el 28 de agosto de 1606.

(Estado, Comunidades Autónomas, Municipios) y de las obligaciones o títulos de la misma naturaleza (bonos) emitidos por las empresas²³.

A mediados del siglo XIX, los estudiosos del Derecho Privado en Alemania, generaron un cuerpo doctrinario, tendente a explicar de forma conjunta los principios jurídicos derivados del elemento común a los documentos antes referidos. Siendo este elemento la conexión que en todos ellos existe entre un papel (cartula, pergamino o documento) y un derecho de naturaleza privada, económicamente valorable (v. gr., a obtener el cobro de una cantidad de dinero, la entrega de unas mercancías transportadas, o la atribución de la condición de socio de una sociedad anónima).

El papel e incluso otros símbolos (tarjetas, billetes de tamaño reducido e incluso placas metálicas) se prestan a la ejecución de las muy variadas prestaciones de todo tipo, económicamente valiosas, en condiciones de seguridad para los intervinientes en dicho tráfico; merced a la posibilidad que permiten de identificar, tanto al titular del derecho a la prestación, como al sujeto obligado a satisfacerla.

Por tanto, la doctrina o teoría de los títulos-valores constituye la exposición de forma sistemática, y unitaria, de las propiedades jurídicas comunes a una serie, de documentos distintos por su función económica, la naturaleza del derecho consignado o la determinación del tenedor legítimo; pero que presentan como rasgo caracterizador común, la referida conexión entre el derecho y el papel.

2.2 La Doctrina de los Títulos-Valores en Alemania

Alemania es el primer país en el que se tiene lugar la consideración general de los títulos-valores por parte de la doctrina²⁴. Una vez llegada la codificación de fin del siglo XIX, predomina una regulación sectorial o dispersa de los principales títulos-valores o grupos de tales documentos. Así el Código Civil Alemán de 1896 (BGB) se ocupa del régimen de las

²³ J.M., De Eizaguirre, Derecho de los Títulos Valores, Editorial Civitas, Madrid 2003, pág. 5.

²⁴ *Ibid*, pág. 7

obligaciones al portador (arto 793 ss), sin perjuicio de menciones aisladas a otros documentos calificables de títulos-valores, v.gr., la cédula hipotecaria (arto 116); si bien, no se hallan enteramente ausentes algunas reglas de índole más general, como las relativas a las denominadas señales al portador (arto 807) o el título de identificación (arto 808). Por su parte el Código de Comercio General Alemán de 1861 (HGB) contiene unas pocas normas relativas a los llamados títulos comerciales a la orden (arto 363 ss), cuyo régimen particular se regula al tratar del contrato correspondiente; resguardo de depósito (arto 424), cédula de carga del transporte fluvial (arto 445 ss); conocimiento de embarque (arto 642 ss). Finalmente, el régimen de la letra de cambio y del pagaré, así como el cheque, conforme a la tradición anterior a la codificación, se halla establecido en sendas leyes especiales de 1933, de conformidad a la unificación internacional elaborada en Ginebra.

La dogmática alemana de los títulos-valores se remonta, a la obra de Heinrich Brunner (1840-1915). Esta contribución fue acogida críticamente por los mantenedores de la concepción jurídico real de los títulos-valores, principalmente por Goldschmidt y, O.V. Gierke²⁵. Sin embargo ésta fue reivindicada por Jacobi, que de esta manera se constituyó en el continuador de Brunner, brindando los primeros esbozos de la teoría de la apariencia jurídica²⁶. Y así ambos autores pasaron a conformar el eje fundamental de la concepción alemana de los títulos-valores.

En la década de los treinta, L. Raiser y E. Ulmer cuestionaron el concepto amplio de título-valor propio de la doctrina alemana, proponiendo limitarlo a los títulos negociables, pero a partir de 1936 se publicaría el *Recht der Wertpapiere* de Alfred Hueck, y en esta obra de evidente influencia de Jacobi, se sitúa en la línea clásica alemana y logra imponer en la doctrina el concepto amplio brunneriano de título-valor, que ya no resultará cuestionado. Finalmente, a partir de la penúltima edición de la obra (1977), la continuación de ésta correría a cargo de Canaris, quien revisaría en profundidad su contenido; incorporando al

²⁵ *Ibid*, pág. 8.

²⁶ JACOBI funda su teoría de los títulos-valores desde el punto de vista de la apariencia jurídica (expresión tomada de FISCHER): los títulos-valores son títulos de legitimación que dotan al tenedor, frente al deudor, de una apariencia jurídica, de tal suerte que el deudor puede, en cierta medida, confiar en ella.

mismo su concepción de la apariencia jurídica, principio básico de la singularidad del ordenamiento de los valores en papel.

2.3 La Doctrina de los Títulos-Valores en Suiza

La legislación federal suiza fue la primera en dotarse de una normativa unitaria de los títulos-valores, en virtud de la revisión de 1936 del Obligationenrecht²⁷. Esta normativa se inspira en la elaboración doctrinal alemana, a la que no había sido ajeno algún sector de la doctrina suiza del siglo XIX. Por ello, el ordenamiento suizo es el único que contiene una definición del concepto formulado por Brunner. Esta inspiración se manifiesta de los artículos 966 al 989 del Derecho de Obligaciones suizo, que de forma sistemática establecen una serie de reglas comunes a todos los títulos-valores, reflejo del nivel alcanzado por la doctrina suiza, y otras reproducen textualmente preceptos del Código Civil Alemán.

Es necesario destacar que por su extensión y originalidad constituye la referencia básica de la doctrina suiza, el tratamiento de los títulos-valores elaborado por Peter Jaggi (1909-1975)²⁸.

2.4 La Doctrina de los Títulos-Valores en Italia

La aportación alemana recibió en 1896 el respaldo de Cesare Vivante, ya que manifestaba que no solo era necesario el requisito del documento para ejercitar el derecho, de inequívoca resonancia brunneriana, sino que se necesitaba que el derecho mencionado en el documento fuese literal y autónomo²⁹. El concepto amplio definido por Brunner sería recortado por Vivante, quien, por medio de las notas conceptuales recordadas, procedió a delimitar un sector documental más reducido, el de los títulos de crédito, al que la posterior codificación de 1942 y la doctrina italiana subsiguiente permanecerían fieles. Del origen

²⁷ J.M., De Eizaguirre, Op. Cit., pág 9.

²⁸ IDEM.

²⁹ Ibid, pág 10.

alemán de los títulos de crédito, permanece la orientación básicamente unitaria respecto de la ciencia jurídica italiana.

2.5 La Doctrina de los Títulos-Valores en España

El Código de Comercio de 1885, hasta su reforma de la penúltima década del siglo XX, contenía la regulación de la letra de cambio (artos 443-530), de las libranzas, vales o pagarés a la orden (artos 531-533), del cheque (artos 534-543), así como los títulos (efectos) al portador³⁰ (artos 544-566).

La forma de producirse la recepción de la teoría de los títulos-valores en España proyectaría sus consecuencias sobre el presente; en que la exposición habitual de la materia se resiente de una difícil simbiosis entre elementos de origen alemán y el predominio de la aportación italiana. Lo importante de señalar es que desde hace más de setenta años en España se arraigo la conciencia de la utilidad de una comprensión global de los títulos-valores. Por ello, la promulgación en 1985 de la Ley Cambiaria y del Cheque, así como de ciertas normas contenidas en la Ley de Sociedades Anónimas (arto 51 y sigts), al igual que la reforma del artículo 545 del Código de Comercio, se explican en buena parte por la existencia de esta concepción global, a la que tales normas han servido, a su vez, de considerable refuerzo. En tal sentido la doctrina española de los títulos-valores, se inscribe decididamente en la concepción elástica y más fecunda, propia de los ordenamientos fragmentarios.

3. PRINCIPIOS QUE REGULAN LOS TÍTULOS VALORES

Los títulos-valores son instrumentos idóneos para la circulación de la riqueza, por ello están regidos por una serie de principios propios que posibilitan su estructura jurídica de aquél que ejerce su titularidad. El jurista costarricense Álvaro Hernández Aguilar determina en su obra Títulos-valores y Anotaciones en cuenta, que estos principios son: la incorporación, la literalidad, la autonomía, la legitimación y la abstracción.

³⁰ Ibid, pág 11.

3.1. Principio de Incorporación

El título, como cosa corporal, y el derecho, como cosa incorporal, son y permanecen esencialmente distintos, pero en el ámbito de su conexión representan una creación jurídica unitaria. La incorporación denota la íntima relación que existe entre el derecho y el título, de tal manera que quien posee el derecho y para ejercitar éste, es necesario exhibir aquél; sin exhibir el título no es posible ejercitar el derecho en él incorporado³¹. Si el que no tiene en su poder el documento pretende ejercitar el derecho (aunque intente demostrar por otros cauces jurídicamente válidos su titularidad), el deudor deberá negarle el pago ante la eventualidad de que se presente otra persona a exigir la misma prestación exhibiendo el documento³².

La incorporación nos dice el Dr. Broseta Pont³³, determina que desde un punto de vista instrumental, lo esencial sea el documento y lo accesorio el derecho en el contenido, produciéndose así la aparición de un derecho *ob rem o propter rem* en favor del poseedor del documento. Para que sea eficaz la unión entre derecho y documento es necesario que éste exprese literalmente el contenido y la naturaleza de aquél, que la posesión del documento sea indispensable para ejercer el derecho y, finalmente, que el adquirente del documento obtenga el derecho incorporado con independencia de las relaciones que ligaron a sus anteriores poseedores del deudor del derecho al que el documento se refiere.

Se presenta así una conexidad entre derecho y documento, que corresponde a un fenómeno derivado de la incorporación, por el cual el derecho viene ligado al documento de tal forma que quien tiene el documento también tiene el derecho. Por ello, el derecho sobre el documento es un derecho instrumental mientras que el derecho de crédito es de naturaleza final: para que se dé el último necesariamente debe adquirirse el derecho sobre el documento.

³¹ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 51.

³² R., Uría, A., Menéndez, y A., Pérez de la Cruz, en Uría-Menéndez, Curso de Derecho Mercantil, Madrid 2001, Tomo II, pág. 689.

³³ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 5.

Por tanto, hemos considerado que la incorporación consiste en el consorcio indisoluble del título con el derecho que representa, de lo cual es dable inferir lo siguiente: a) Que el que adquiere el documento adquiere el derecho nacido de éste, b) Se transfiere el derecho si se transfiere el documento, c) Sin presentación del documento no se puede ejercer el derecho, y d) Cualquier gravamen sobre el derecho debe recaer sobre el documento.

3.2. Principio de Literalidad

La literalidad presupone que el título contiene una obligación y un correspondiente derecho, conforme al tenor del documento. En virtud de este principio, el suscriptor de un título-valor no puede modificar el contenido de éste invocando elementos que se encuentran fuera de él y que no pueden ser reconocidos a través del mismo. Quien adquiere sobre el título, también adquiere el derecho que de él deriva³⁴. De ello se deduce que el fin primordial de la literalidad es el de proteger la circulación (de buena fe del título): el adquirente tiene derecho a la prestación tal y como el título expresa. Su finalidad consiste en robustecer la confianza que pone quien recibe un título sobre la exactitud de su contenido según el tenor del título mismo, que le exonera de averiguar si el derecho preexistente a la emisión del título y que quedó incorporado al mismo tenía verdaderamente el alcance y contenido con que se reflejó en el documento. Juega aquí también la idea de la apariencia proyectada ahora sobre el objeto o condiciones del derecho reflejado en el título y no en relación con la persona de su titular³⁵.

Sobre la literalidad sostiene el maestro Garrigues³⁶ que para determinar la naturaleza, vigencia y modalidad del derecho documentado, es decisivo el elemento objetivo de la escritura contenida en el título. Por ello, con sentido gráfico se ha dicho que “lo que no está en el título no está en el mundo³⁷”.

³⁴ *Ibíd*, pág. 52.

³⁵ R., Uría, A., Menéndez, y A., Pérez de la Cruz, *Op. Cit.*, pág. 691.

³⁶ J., Garrigues, *Op. Cit.*, pág. 729.

³⁷ E., Gadea, *Los Títulos-Valor, Letra de Cambio, Cheque y Pagare*, editorial Dykinson, S.L., Madrid 2004, pág. 20.

Además, el principio de literalidad lo podemos clasificar de la siguiente manera:

a) Literalidad directa³⁸: Significa que el contenido del derecho se desprende exclusivamente de la letra del título, no es posible acudir a ninguna otra fuente, únicamente lo que el documento expresa. De ahí que se hable de títulos autosuficientes (no se pueden agregar circunstancias ajenas a la letra del documento) aunque conste en escritura pública o esté firmado por ambas partes. Por ejemplo: La Letra de Cambio, el Cheque y el Pagaré.

b) Literalidad indirecta³⁹: Es una consecuencia de que para la determinación del derecho es necesario acudir a otras fuentes o presupuestos estrechamente ligados, de ahí que la impregnación conceptualizada como títulos de remisión, porque precisamente los derechos del remitente no resultan exclusivos del documento. Corresponde a esta modalidad de literalidad los títulos de participación “acciones” y de representación de mercadería (Conocimiento de embarque).

3.3. Principio de Autonomía

La autonomía significa que quien adquiere un derecho contenido (incorporado) en el título-valor, adquiere un derecho originario, a diferencia del contrato de cesión que es una adquisición derivada⁴⁰. El principio de autonomía es consustancial a la forma de adquisición, o sea, si se trata de adquisición a título originario, o bien a título derivado, teniendo en consecuencia, efectos diversos: la adquisición a título originario deviene en los títulos-valores en forma autónoma, mientras que si es a título derivado, resulta que es posible oponer al poseedor del título-valor las excepciones oponibles a los poseedores precedentes. La transmisión de un título-valor conforme a las reglas de la circulación de los mismos, tendrá siempre, carácter originario, es decir, autónomo y por tanto son inoponibles excepciones de otros poseedores anteriores de tipo extracartular⁴¹.

³⁸ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 53.

³⁹ IDEM.

⁴⁰ Ibid, pág. 55.

⁴¹ Ibid, pág. 54.

Nos dice Certad Maroto⁴² que desde el punto de vista activo, lo que es autónomo es el derecho que cada titular sucesivo va adquiriendo sobre el título y sobre los derechos en él incorporados. Mientras que por el lado pasivo debe entenderse por autonomía el hecho de que la obligación de cada uno de los signatarios de un título es independiente y diversa de la de los otros obligados, de ahí que, aún en el caso de invalidez de algunas de las obligaciones contenidas en el título, las restantes sigan siendo válidas.

Además, el jurista español Enrique Gadea manifiesta que la autonomía se refiere a la posición jurídica de los terceros futuros adquirentes del título y se traduce en el hecho de que el deudor-emisor del mismo no puede oponer al segundo y posteriores poseedores de buena fe excepciones personales que podrían oponer al poseedor originario⁴³. Concretamente, por autonomía se entiende la inmunidad de la posición del adquirente de buena fe frente a excepciones oponibles a poseedores anteriores, lo que, indudablemente, conlleva la sustantividad del derecho documentado respecto de la relación básica.

La autonomía del derecho facilita en grado sumo la circulación de los títulos, que se vería entorpecida si, como ocurre en el tráfico ordinario (civil o mercantil), cada nuevo adquirente se subroga en la posición jurídica del anterior teniendo que soportar las mismas excepciones que el deudor podría oponer al acreedor cedente. La explicación de este fenómeno ofrece algunas dificultades, ya que transmitiéndose el título de modo derivativo no se explica, a primera vista, cómo puede adquirirse el derecho documental (o sea, el mencionado en el título) con carácter originario y autónomo⁴⁴.

3.4. Principio de Legitimación

La legitimación por la posesión aplicada a los títulos-valores significaba que en ellos la posesión era condición indispensable para ejercitar el derecho incorporado y, en consecuencia, para exigir al deudor-emisor del título la prestación debida⁴⁵. La legitimación por la posesión puede verse desde dos puntos de vista: desde el punto de vista del acreedor

⁴² IDEM.

⁴³ E., Gadea, Op. Cit., pág 20.

⁴⁴ R., Uría, A., Menéndez, y A., Pérez de la Cruz, Op. Cit., pág. 691.

⁴⁵ M., Broseta Pont y F., Martínez Sanz, Manual de Derecho Mercantil, Editorial Tecnos, 11ª Edición, 2003, Volumen II, pág. 391.

o en su caso del deudor. En efecto, respecto al acreedor se presenta como la facultad de recibir la prestación, y en el último caso como la posibilidad del legitimado de que al recibir la prestación produce los efectos liberatorios de la obligación cartular en la persona del deudor. Así en el primer supuesto estamos en presencia de la denominada “legitimación activa” y consecuentemente el segundo representa la “legitimación pasiva”. Por tanto, la posesión (tenencia) del documento es necesaria para exigir el cumplimiento de la prestación documentada en el mismo⁴⁶.

En todos los títulos-valores, cualquier que sea su clase y forma de venir designado en ellos su titular, la posesión del documento es indispensable para ejercitar el derecho incorporado, o sea, para exigir la prestación en él contenida; y ello, tanto si la posesión es por sí misma suficiente para legitimar al tenedor (títulos al portador), como si a ella deben añadirse otros requisitos fundamentales (títulos a la orden y títulos nominativos). Por ello mismo, la tradición del título es indispensable para la transmisión regular del derecho que incorpora. La relevancia de la posesión del documento, tanto para la transmisión como para el ejercicio del derecho que menciona, se debe a la incorporación del derecho en el título⁴⁷.

3.5. Principio de Abstracción

Por abstracción se debe entender la independencia que tiene el derecho consagrado en el título de la causa patrimonial que determinó su emisión. Así, al constituirse un título-valor (en el momento de su libramiento) el derecho que se incorpora en él, se independiza de la causa que le ha dado origen a su emisión, se divorcia totalmente de la relación fundamental que provocó su nacimiento. El título-valor valdrá por sí mismo, y vivirá en forma independiente, es decir, abstraído de toda relación anterior con cualquier otro negocio o causa de la cual ha derivado. Sin embargo este principio no es absoluto para todo caso, ya que no se da respecto a los denominados títulos causales⁴⁸ (las acciones).

⁴⁶ E., Gadea, Op. Cit., pág 19.

⁴⁷ M., Broseta Pont y F., Martínez Sanz, Op. Cit., pág. 391.

⁴⁸ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 59.

4. EL DERECHO INCORPORADO EN EL TÍTULO⁴⁹

Para poder realizar una rápida y segura transmisión de créditos evitando la sumisión a las reglas civiles de la cesión de créditos, se recurrió a incorporar el derecho en un documento cuya circulación quería facilitarse. Esta incorporación del derecho en un título o documento (Verkörperung⁵⁰, según expresión de la doctrina alemana) se alcanza cuando ambos se funden de manera permanente, de forma que únicamente puede invocar y ejercitar el derecho quien está en posesión del documento.

La incorporación constituye un medio tendente a cosificar un derecho incorporeal al objeto de sustraer su circulación a las reglas poco favorables del derecho de obligaciones y de someterla a las más favorables del derecho de cosas, trasladando al campo de las obligaciones principios de los derechos reales. La incorporación del derecho al documento hace más fácil y segura la circulación de los derechos, porque permite una esencial transmutación jurídica: la cesión de derechos se convierte en una transmisión de cosas muebles a cuyo régimen jurídico se somete el documento (título-valor)⁵¹.

La incorporación en el documento o título, es la solución que encuentra el Derecho mercantil a la exigencia de que los derechos se transmitan de forma rápida y segura. El tráfico de derechos se convierte en un tráfico de cosas muebles (protegido por el principio de tutela a la posesión de buena fe), cuyo régimen jurídico contiene grandes ventajas: la posesión de buena fe equivale al título; el adquirente poseedor de buena fe obtiene la

⁴⁹ Algunos autores españoles, entre ellos la Dr. Fernando Sánchez Calero en su obra Instituciones de Derecho Mercantil, hablan sobre la incorporación del derecho al documento (título), pero según el Dr. José María De Eizaguirre lo más idóneo que debemos de expresar al referirnos a este tema es la incorporación del derecho en el documento, puesto que en el primero el derecho resultaría agregado al papel, constituyéndose en accesorio del título, cuando lo esencial es el derecho, y en el segundo, es el papel el que incorpora el derecho, y su función es dotar de soporte corporal al derecho, permitiendo a éste someterse a un régimen similar al Derecho de cosas.

⁵⁰ Este término alemán fue utilizado por primera vez por Savigny para explicar la conexión entre el derecho y el papel. El sentido general de esta expresión es el de “encarnación” de una idea u otra entidad inmaterial, en una persona o en un objeto. Y, al tratarse de derechos su equivalencia más directa hubiese sido la de “materialización” del derecho en el papel. Pero por la influencia italiana, este vocablo alemán ha dado lugar al neologismo “incorporación”. La expresión debe ser entendida metafóricamente en el sentido de que el derecho, entidad puramente intelectual o abstracta, se materializa en el documento; de este modo la suerte de aquél queda unida en principio a la de éste; el derecho no se puede exigir ni transmitir sin entregar el documento.

⁵¹ M., Broseta Pont y F., Martínez Sanz, Op. Cit., pág. 388.

propiedad del documento, incluso aunque hubiera adquirido de un tercero que, a su vez, hubiera adquirido ilegítimamente el título; la propiedad del documento confiere la titularidad del derecho incorporado; la simple posesión del documento legitima al poseedor para exigir del deudor el cumplimiento del derecho incorporado.

Para que la unión entre el derecho y documento sea eficaz, es necesario que el segundo; exprese literalmente el contenido y la naturaleza del derecho (“literalidad”, que puede ser perfecta, o bien imperfecta, cuando el contenido exacto del derecho ha de integrarse con otros documentos); que la posesión del documento sea indispensable para ejercer el derecho y, a su vez; que el deudor de buena fe libere pagando a quien resulte legitimado por la posesión; y que el adquirente del documento obtenga el derecho incorporado con independencia de las relaciones que ligaron a sus anteriores poseedores con el deudor del derecho al que el documento se refiere (autonomía)⁵².

4.1. Caracteres del derecho incorporado

En el título-valor aparece una conexión entre un documento y el derecho que en él se menciona. Por ello, consideramos que los caracteres de este derecho son:

a. El derecho que se incorpora es frecuentemente un derecho de crédito⁵³ que entraña la pretensión de una prestación dineraria. Pero, esto no es necesario pues el título puede incorporar un conjunto de derechos de distinta naturaleza (como las acciones de una sociedad anónima) o un derecho relativo a cosas individualizadas (mercancías, conocimientos de embarque, resguardo de depósitos, etc.). Por esta razón esencial resulta preferible el término título-valor al de título de crédito.

b. El derecho incorporado tiene la nota de la literalidad⁵⁴, lo significa que cuanto concierne al contenido de este derecho, sus límites y sus modalidades dependen de los

⁵² IDEM.

⁵³ F. Sánchez Calero, Instituciones de Derecho Mercantil, Editorial Mc Graw Hill, Madrid 2002, Volumen II, Pág. 6.

⁵⁴ El arto 19 de LGTV, Decreto 1824, dice así: “El derecho consignado en un título-valor es literal en el sentido de que, en cuanto al contenido, a la extensión y modalidades de ese derecho, es decisivo exclusivamente al tenor del título. En consecuencia, el deudor no está obligado a más ni el acreedor puede

términos en que está redactado el título. De aquí la importancia de la forma de la declaración contenida en el título, la cual puede ser completada con otros documentos a los que puede remitirse. Estos títulos-valores que se remiten a otros documentos extraños suelen denominarse títulos literales incompletos.

c. El derecho incorporado es autónomo en el sentido de que cuando se transmite el título corresponde al nuevo adquirente un derecho que es independiente de las relaciones de carácter personal que hubieren podido existir entre los anteriores titulares y el deudor, siempre que haya existido buena fe⁵⁵. A diferencia de lo que sucede en la cesión ordinaria de un crédito, en la que se transmite al adquirente (cesionario) el mismo derecho que tenía el cedente, en la transmisión de un título-valor el derecho incorporado surge de nuevo con relación a cada uno de los adquirentes, que, como expresamos, se ven liberados de las excepciones de carácter personal que podían alegarse contra los anteriores titulares.

4.2. Ejercicio del derecho incorporado

Está legitimada para el ejercicio del derecho incorporado al título-valor la persona que lo posee cumpliendo los requisitos que la naturaleza del título exige (según sea nominativo, a la orden o al portador)⁵⁶. La persona legitimada tiene la facultad de pretender la prestación que está indicada en el título y que puede variar según la clase del mismo⁵⁷.

4.3. Los límites de la incorporación

La incorporación del derecho en el documento no es absoluta, y el maestro español José María De Eizaguirre en su obra Derecho de los Títulos-valores expresa los siguientes límites:

pretender otros derechos que los consignados en el título, a no ser que se invoque una convención distinta entre acreedor y deudor, la cual no afectará a terceros que no fueren parte en la misma...”.

⁵⁵ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 6.

⁵⁶ *Ibid*, pág. 7.

⁵⁷ En nuestra legislación se establece en el artículo 12 de la LGTV que: “El poseedor legítimo de un título-valor tiene derecho a exigir la prestación consignada en dicho título, aún cuando no sea el propietario del mismo”.

a) La existencia del derecho no depende necesariamente de la subsistencia del papel: No se pierde la condición de miembro de una sociedad anónima, por la destrucción de una acción, o la titularidad del crédito de la letra de cambio⁵⁸.

b) La transmisión del derecho no depende en todos los casos de la transmisión del papel: En los títulos directos, títulos-valores simples, el derecho se transmite con plena independencia del documento, conforme a las reglas generales de la cesión de créditos. Siendo distinta la necesidad de obtener el papel para ejercitar el derecho, cuya propiedad corresponde al titular del derecho⁵⁹.

c) La extinción del derecho no depende de la devolución del papel al suscriptor: En este acto se rompe la vinculación del derecho con el papel; ya que el referido efecto depende del cumplimiento de la prestación y sólo de él.⁶⁰ Por tanto, el librador de la letra de cambio se libera de su obligación una vez que ha cumplido con la prestación que se expresa en ella, previa presentación del título por el legítimo poseedor.

5. EL TÍTULO DIRECTO

La denominación *título directo*⁶¹ proviene de la letra de cambio librada recta, es decir, directamente a favor del tomador, excluyéndose los efectos del endoso en virtud de la cláusula “no a la orden”.

Existen múltiples supuestos de la realidad económica cotidiana, en los que las partes contractuales, “directas” por consiguiente, en aras de la más segura y perfecta realización de la prestación convenida, se valen de un documento representativo del correspondiente derecho de crédito. Por ejemplo: en una imposición a plazo fijo, un pasaje aéreo o una póliza de seguro, en todos estos documentos se consigna el nombre del acreedor, y de ahí proviene la denominación de *título nominativo*, plenamente equivalente a la de *título*

⁵⁸ J.M., De Eizaguirre, Op. Cit., pág 72.

⁵⁹ IDEM.

⁶⁰ Ibid, pág 73.

⁶¹ Ibid, pág 22.

*directo*⁶². Por tanto, hemos de considerar que cuando hablamos de títulos nominativos o títulos directos, hacemos referencia a una misma institución jurídica. Sin embargo, en la literatura jurídica española existe una cierta tendencia a yuxtaponer ambos términos, dando lugar a la expresión “títulos nominativos directos”; con lo que se crea la falsa impresión de que los títulos directos son algo distinto no coincidente con los títulos nominativos⁶³.

Los títulos nominativos se expiden a favor de una persona determinada y necesita para su negociabilidad no solamente la entrega de ellos, sino también la inscripción en un registro especial que lleva el creador del mismo. Para la doctrina italiana en esta clase de títulos la documentación de la circulación del título es aún más compleja y rigurosa que en los títulos a la orden. Generalmente se trata de títulos emitidos en serie, como los títulos al portador, siendo éstos las “acciones y obligaciones de sociedades”. En cuanto a estos títulos, la posesión del título debe ser posteriormente calificada por la mención del nombre del poseedor sobre el título mismo, y además, en el registro de los emitentes⁶⁴.

A efecto de legitimación, el titular del derecho debe presentar el título y probar que es la persona designada en el mismo o su legítimo representante. Consecuentemente si existiese una discrepancia entre el nombre indicado en el registro y el nombre que aparece en el título, correspondería a un tenedor ilegítimo⁶⁵. Por tanto, hemos de señalar que el título nominativo es expedido a favor de persona determinada, sin cláusula a la orden, y su forma de transmisión es por endoso nominativo.

⁶² *Ibid*, pág. 23.

⁶³ *IDEM*.

⁶⁴ A., Hernández Aguilar, *Op. Cit.*, pág 60.

⁶⁵ *IDEM*.

6. LA DECLARACIÓN CONTENIDA EN EL TÍTULO Y LA RELACIÓN FUNDAMENTAL

6.1 Forma de la declaración y obligación del deudor

El título-valor incorpora un derecho y que se corresponde con una obligación que se manifiesta también en el título. Quien lo emite realiza una declaración, que se recoge en el mismo documento, mediante la cual el que la ha hecho queda obligado en los términos previstos por el mismo título y por la ley⁶⁶. Indudablemente, el título puede recoger posteriormente otras declaraciones (v.gr., una letra de cambio es emitida y posteriormente se estampa en ella un aval, un endoso o la aceptación)⁶⁷.

Esta declaración escrita recogida en el documento ha de tener una serie de requisitos que normalmente son detallados en el régimen concreto de cada título-valor. Estos requisitos son considerados en algunos supuestos como esenciales para que el documento pueda adquirir la naturaleza de título-valor⁶⁸. Sin embargo, no es necesario que todos éstos estén contenidos en el título en el momento en que se emite la declaración, sino que algunos pueden ser omitidos en el instante en que el título es entregado (título en blanco⁶⁹). La declaración puede ser considerada válida si se completa el título antes de su presentación al deudor para el ejercicio del derecho⁷⁰.

⁶⁶ En nuestro foro se señala en el artículo 5 de la LGTV que: “La promesa o reconocimiento unilateral contenido en un título-valor obliga a quien la hace sin necesidad de aceptación”.

⁶⁷ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 7.

⁶⁸ Hemos de manifestar que en nuestra legislación se establece en el artículo 6 de la LGTV, los requisitos que deben de expresar los títulos-valores de manera general, siendo los siguientes: 1. El nombre del título de que se trata, 2. La promesa o reconocimiento unilateral del suscriptor, 3. Las prestaciones y derechos que el título confiera, 4. El lugar de cumplimiento o ejercicio de tales prestaciones o derechos, 5. La fecha y lugar de emisión, 6. La firma de quien lo emite, o de la persona que lo haga en su representación, y 7. La indicación de si el título es nominativo, a la orden o al portador.

⁶⁹ Se expresa en el artículo 7 de la LGTV que: “Las menciones y requisitos que el título-valor o el acto en él consignado necesitan para su eficacia, podrán ser completadas por cualquier tenedor legítimo hasta antes de la presentación del título para el ejercicio del derecho que en él se estipula. El derecho de llenar el título-valor en blanco, caducará transcurridos tres años desde la emisión del título”.

⁷⁰ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 8.

Los defectos de forma del título existentes en el momento de su vencimiento pueden ser opuestos por el deudor a cualquier poseedor del mismo⁷¹. También se le pueden oponer los defectos que lesionen la propia declaración⁷² (como sucede cuando la firma es falsa, o cuando el que realizó la declaración no tenía la capacidad suficiente, las basadas en error, dolo, coacción o amenaza en la suscripción, la prescripción y caducidad, entre otras).

6.2 El Título y la Causa

El elemento clave en la construcción dogmática de los títulos-valores que representa la incorporación del derecho al documento nos da a entender que aquél nace a la vida jurídica antes de la creación del título y que luego se incorpora a éste. A la relación jurídica que da origen al derecho incorporado se le llama relación causal y puede ser de la más variada naturaleza: así si se trata de letras de cambio, cheques o pagarés puede ser un contrato de compraventa, de servicios, de obra, o cualquier otro, en el que el obligado al pago del precio se compromete a realizarlo satisfaciendo al acreedor el importe de aquellos títulos; si estamos ante un depósito o un transporte de mercancías, el depositario o transportista hacen entrega de un título, cuya exhibición permite la retirada de los géneros custodiados en el lugar donde deba hacerse la entrega⁷³. La emisión del título se debe normalmente a la existencia de una relación previa (llamada subyacente o fundamental)⁷⁴.

7. CLASES DE TÍTULOS-VALORES

Los títulos-valores pueden ser clasificados de acuerdo a distintos criterios. Entre ellos tenemos: Por la persona del emitente (públicos o privados), por el objeto del derecho incorporado (jurídico personales, reales y obligacionales), por la manera de estar designado el titular (nominativos, a la orden, y al portador), en su conexión con la relación fundamental (causales y abstractos), de acuerdo con la aplicación del principio de literalidad (completos e incompletos), entre otros. A continuación procedemos a realizar

⁷¹ Ver artículo 26 de LGTV.

⁷² F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 8.

⁷³ R., Uría, A., Menéndez, y A., Pérez de la Cruz, Op. Cit., pág. 692.

⁷⁴ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 8.

una clasificación basándonos en la realizada por el maestro Fernando Sánchez Calero en su obra Instituciones de Derecho Mercantil:

7.1. Títulos constitutivos y declarativos

Esta clasificación tiene en cuenta si la emisión del título produce el efecto de hacer nacer el derecho a él incorporado o no⁷⁵.

Por ello, son títulos constitutivos aquellos cuya emisión hace nacer el derecho que se incorpora en el documento. La emisión de un pagaré, cumpliendo los requisitos previstos por la ley, hace nacer un derecho a favor del tenedor del pagaré contra el firmante del mismo.

Son títulos declarativos⁷⁶ aquellos que incorporan un derecho que ha nacido con anterioridad a la emisión del título. Así, las acciones son títulos declarativos, porque los derechos que tiene el socio en una sociedad anónima surgen una vez constituida la sociedad.

7.2. Títulos emitidos individualmente y en serie

Este criterio de distinción presta atención a la forma en que son emitidos los títulos.

Existen títulos-valores que son emitidos en forma aislada o particular, de manera que el emitente hace una declaración con relación a cada título, de modo que ofrecen propia individualidad. Así, tenemos por ejemplo la letra de cambio, el pagaré y el cheque. El

⁷⁵ *Ibid*, pág. 10.

⁷⁶ Al respecto se dispone en el artículo 27 de la LGTV que: “Cuando la declaración principal del título consista en un reconocimiento o negocio declarativo, deberá enunciarse en el documento la relación jurídica que le sirve de base; y, dentro de los límites de la literalidad; la regulación de la declaración principal queda sujeta a las normas propias de la relación jurídica enunciada. En esta clase de títulos, las excepciones derivadas de la relación jurídica constituirán excepciones literales, y las derivadas del negocio de entrega o transmisión del título, constituirán excepciones personales”.

firmante del cheque lo rellena y entrega al tenedor haciendo una declaración en el propio documento que está referida a un derecho concreto y determinado⁷⁷.

En lo que respecta a los títulos emitidos en serie o en masa, tenemos que señalar lo siguiente; son títulos en masa (no en serie), aquellos documentos que incorporan prestaciones dirigidas a un colectivo anónimo al que corresponde una determinada prestación (v. gr., el billete del transporte en el metro), y títulos en serie⁷⁸ (no en masa), son aquellos que incorporan un conjunto derechos, normalmente de carácter económico y corporativo (v. gr., las acciones)⁷⁹.

7.3. Títulos cambiarios, de participación y de tradición

En esta clasificación se tiene en cuenta en especial la naturaleza del derecho incorporado.

7.3.1. Títulos cambiarios

Bajo esta denominación se reúnen un conjunto de títulos que incorporan un derecho de crédito de carácter pecuniario. Los títulos cambiarios más importantes son la letra de cambio, el pagaré y el cheque⁸⁰.

7.3.2. Títulos de participación

Los títulos de participación confieren a su poseedor legítimo una determinada posición en el ámbito de una organización social que se concreta en un conjunto de derechos y poderes. La posición del poseedor del título está dominada por la relación subyacente, que se

⁷⁷ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 10.

⁷⁸ El artículo 35 de la LGTV dice: “Los títulos en serie llevarán dos firmas por lo menos y una de ellas será autógrafa”.

⁷⁹ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 11.

⁸⁰ *Ibid*, pág. 12.

configura de acuerdo con lo establecido en la Ley y en su estatuto⁸¹. Por ello, manifestamos que las acciones⁸² son los títulos de participación por excelencia.

7.3.3. Títulos de tradición

Los títulos de tradición (o representativos⁸³) son aquellos que atribuyen a su poseedor el derecho a la entrega de unas determinadas mercancías, la posesión de las mismas y el poder de disponer de ellas mediante la transferencia del título⁸⁴.

El título otorga, por consiguiente, la posesión de las mercancías. Esto es, una posesión mediata o indirecta de ellas, ya que el poseedor inmediato o directo de las mercancías es otra persona (el porteador o depositario). Esta persona posee las mercancías en nombre del poseedor del título, que representa la cosa. La posesión mediata del tenedor del título tiene como presupuesto la posesión inmediata de las mercancías por parte del emitente del título (que está obligado a restituirlas), de tal forma que cuando éste pierda su posesión, aquél pierde al mismo tiempo la posesión legal o jurídica de las mercancías.

El poseedor del título, al ser poseedor de las mercancías, puede disponer de ellas mediante la entrega del título. La función económica que cumplen estos títulos consiste, especialmente, en la posibilidad de disponer de las mercancías en el tiempo en que se encuentran viajando en poder del porteador o en el que están en manos de un depositario. Las mercancías se venden o se constituye una prenda sobre ellas a través del documento que las representa, es decir, del título de tradición.

Son ejemplos de los títulos de tradición, la carta porte, los resguardos de los almacenes generales de depósito, y el conocimiento de embarque como título del transporte marítimo.

⁸¹ IDEM.

⁸² Se establece en el artículo 224 del Código de Comercio de la República de Nicaragua lo siguiente: “El capital de las sociedades anónimas se divide en acciones de igual valor, y éstas confieren a sus poseedores iguales derechos, a no ser que se haya estipulado lo contrario al constituirse la sociedad. Las acciones pueden ser nominativas y al portador”.

⁸³ Ver artículo 17 LGTV.

⁸⁴ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 12.

7.4. Títulos nominativos, a la orden y al portador

Esta clasificación se basa en la forma en que se legitima el poseedor del título.

7.4.1. Títulos nominativos

El título nominativo⁸⁵ es aquel que designa como titular a una persona determinada y que no puede ser transmitido sin que se notifique la transmisión al deudor⁸⁶.

Los títulos nominativos como característica fundamental designan como titular a una persona determinada, y por ello, para que el poseedor del título esté legitimado para solicitar la prestación que en él se señala, no sólo es necesaria la presentación del documento, sino la identificación de la persona que lo presenta, que ha de demostrar que es la designada en el título o su cesionario⁸⁷.

7.4.2. Títulos a la orden

Se considera como título a la orden⁸⁸ el que designa como titular a una persona determinada o a otra que aquélla o las sucesivas poseedoras legítimas del documento designen en el propio título⁸⁹.

El título a la orden es nominativo, pero por medio de una cláusula de endoso, que ha de estamparse en el mismo título, puede ser sustituida la persona designada en él, sin permiso ni necesidad de notificarlo al deudor, emitente del título, y produce así los efectos de una cesión ordinaria.

⁸⁵ Estos se definen en el artículo 73 de la LGTV, como aquellos expedidos a favor de una persona determinada cuyo nombre, por expresarlo el título mismo o prevenirlo la ley, se consigna a la vez en un registro que debe llevar el emisor.

⁸⁶ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 13.

⁸⁷ Ver artículos 75 y 76 LGTV.

⁸⁸ Ver artículo 52 LGTV.

⁸⁹ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 14.

La cesión confiere al cesionario del título a la orden el mismo derecho del cedente y lo sujeta a las excepciones personales que el obligado podría oponer al autor de la transmisión antes de ésta. Quien adquiere el título a la orden por causa de muerte tiene los mismos derechos que su causante y ha de ocupar su lugar.

Los títulos a la orden tienen, por consiguiente, una circulación más sencilla que los nominativos, aunque no lleguen a la facilidad que representa el título al portador. La legitimación en los títulos a la orden se produce por la coincidencia entre quien lo presenta y la persona que en él se designa como titular, que puede ser la que primero se designó o la que ésta o las sucesivas personas poseedoras del título hayan indicado, debiendo existir en el título una cadena regular de endosos.

Los títulos a la orden por excelencia son la letra de cambio, el pagaré y el cheque, pues tienen ese carácter aún cuando en ellos no se diga. Para perder esta condición es preciso que lleven las palabras de “no a la orden” o una expresión equivalente. Otros documentos pueden extenderse a la orden, entre ellos tenemos: la carta porte, la póliza de seguro, etc.

7.4.3. Títulos al portador

Son títulos al portador aquellos que legitiman a su poseedor (portador o tenedor) como titular del derecho incorporado al documento. Estos documentos no designan a una persona determinada como su titular, sino simplemente lo es la que los posee, se utiliza para ello normalmente la cláusula “al portador⁹⁰”, si bien en algunos supuestos la falta de indicación del tenedor hace presumir que el título es al portador⁹¹.

Los títulos al portador reconocen al poseedor del documento la titularidad del derecho al que se refiere, el ejercicio de ese derecho incorporado al título se ve facilitado extraordinariamente, porque para ello basta con la presentación del documento. La apariencia jurídica adquiere aquí su mayor sentido, porque el deudor ha de cumplir su

⁹⁰ Ver artículo 48 LGTV.

⁹¹ F., Sánchez Calero, Op. Cit., pág. 15.

prestación cuando le sea presentado el documento, sin tener que examinar si corresponde a su poseedor el derecho incorporado o no. Por ello, hemos de considerar que el poseedor de un título al portador se legitima para el ejercicio del derecho en él incorporado con la sola presentación de éste.

CAPÍTULO II: LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS-VALORES Y SU SUSTITUCIÓN POR ANOTACIONES EN CUENTA

1. LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES

Los títulos-valores nacieron con el propósito de lograr una circulación más ágil y segura de los derechos de crédito superando la lentitud e inseguridad que acarrea la disciplina de la cesión de créditos⁹².

Los objetivos perseguidos al crear la figura de los títulos-valores fueron alcanzados de una manera satisfactoria, se había logrado un mayor grado de certeza en lo que respecta al conocimiento de todo lo referente al derecho que ahora se incorporaba al título: quién es la persona legitimada para exigir el cumplimiento de la obligación, cuáles son las excepciones oponibles al titular del derecho y cuáles no le son oponibles, entre otros. Además, se consiguió dotar de seguridad jurídica y agilizar el procedimiento para la transmisión y circulación de los derechos.

Todo ello hizo del título-valor un instrumento jurídico mercantil con un gran atractivo y gran aceptación en el mercado. Debido a los beneficios que proporcionaba su utilización se difundió con gran rapidez, especialmente en el ámbito de los valores mobiliarios, hasta el punto de producirse una masificación del mismo⁹³. Por el grado de perfección de su concepción dogmática, no parecía que fuesen a ofrecer problemas, ni desde un punto de vista jurídico, ni tampoco desde una perspectiva económica⁹⁴.

Pero una vez, que alcanzaron los títulos-valores un grado de difusión que no estaba previsto dentro de lo que era su normal funcionamiento empezaron a surgir disfunciones. Los derechos materializados en el documento de papel eran fáciles de transmitir porque podían

⁹² E., Cortés García, La Desmaterialización de los Títulos-Valores, editorial Lex Nova, Valladolid 2002, págs. 32-33.

⁹³ Ibid, pág. 37.

⁹⁴ A., Martínez-Echeverría y García de Dueñas, Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta, Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico, Editorial Arazandi, Pamplona 1997, pág. 35.

ser tratados como cosas, y no como bienes incorporeales, y la legitimación del titular para el ejercicio del derecho se había simplificado grandemente, pues bastaba para ello con la simple presentación del documento. Pero cuando el número de títulos manejados en el mercado, e incluso el número de los que integraban el objeto de una sola operación entre dos sujetos, sobrepasó los límites de lo previsible, el hecho de la existencia de un documento por cada derecho circulante ya no era una ventaja y se había convertido en un inconveniente⁹⁵.

Podemos observar que la principal razón de la crisis fue la materialidad de los títulos, y este hecho fue conocido como la crisis del papel, por ello consideramos que es importante ejemplificar este fenómeno con el suceso que se registró en una de las dos Bolsas de Nueva York, New York Stock Exchange (NYSE), el cual tuvo lugar como consecuencia del propósito que se hizo esta Bolsa de elevar su volumen de negociación e intentar alcanzar la cifra de diez millones diarios de acciones negociadas, este planteamiento fue formulado en 1965, cuando en ella se negociaba una media superior a los seis millones de acciones, y en 1968 aquella Bolsa había llegado a rebasar en un solo día la cifra de veinte millones de acciones negociadas, y en el mes de junio los veintiún millones; el grado de confusión y el número de errores materiales cometidos por los agentes de Bolsa, así como los costes de sus servicios comenzó a multiplicarse de forma indeseable, con consecuencias muy perjudiciales para todo el mercado⁹⁶.

La masificación del tráfico de los títulos-valores, planteó dificultades o problemas respecto de la transmisión y el ejercicio de los derechos incorporados en los títulos. La utilización de grandes cantidades de títulos (tanto títulos emitidos en serie, como pueden ser las acciones o las obligaciones, es decir, los valores mobiliarios, como los que no lo son, así la letra de cambio, los efectos de comercio), pensados originariamente para facilitar la circulación de los derechos, llegó a provocar el colapso del tráfico, al haberse convertido en un obstáculo considerable, e incluso insuperable en términos de costes, para conseguir los objetivos de agilidad y eficacia en la transmisión y en el ejercicio de los derechos que en su momento

⁹⁵ *Ibid*, pág. 36.

⁹⁶ *IDEM*.

justificaron la incorporación de éstos a los títulos-valores⁹⁷. De ahí, que la administración o ejercicio de los derechos se llenase de dificultades, puesto que la multiplicación de los documentos y el creciente aumento de los tiempos y costos precisos para su manipulación masiva hicieron desaparecer la agilidad y la flexibilidad que se había buscado en la creación de los títulos-valores, la manipulación devino lenta y costosa aumentando así la posibilidad de errores. La masificación constituye el centro de la crisis de los títulos-valores, siendo su principal disfunción. Esta crisis de la incorporación era una crisis de crecimiento, de éxito, o en acertada expresión gráfica del maestro Olivencia Ruiz “las ventajas del papel desembocaron en los inconvenientes del papeleo⁹⁸”.

Además, la masificación afectó sensiblemente la gestión de los valores cotizados, dando lugar a la necesidad de replantearse la organización de la contratación, la administración y la liquidación de éstos. La Bolsa, canal de negociación por excelencia de la riqueza, 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 responder⁹⁹.

Pero, existen otras disfunciones que hacen referencia a los inconvenientes intrínsecos a su materialidad corporal, son los que podríamos llamar *riesgos del papel*, estos riesgos se traducen en la posibilidad de destrucción, extravío, y sustracción o robo del título, con la excepción de la destrucción, el extravío y la sustracción o robo¹⁰⁰, son supuestos que generan un conflicto de intereses entre el titular legítimo y el tenedor legitimado por la posesión del título, con buena o mala fe y en una primera o ulteriores transmisiones del documento, perjudicándose la seguridad del tráfico y la justicia. Este conflicto producido por la circulación anómala del título, puede mitigarse gracias al sistema de anotaciones en cuenta, debido a que los riesgos de la desposesión del título se cambian por los derivados de la desaparición del rastro de las anotaciones contables; además el tratamiento electrónico de los títulos y su bancarización hacen disminuir los supuestos de desposesión.

⁹⁷ E., Cortés García, Op. Cit., pág. 37.

⁹⁸ IDEM.

⁹⁹ I., Rodríguez Martínez, Instrumentación y Gestión de los Valores Anotados en Cuenta, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia 2006, pág. 44.

¹⁰⁰ Estos riesgos se encuentra regulados en nuestra LGTV, en su Libro Primero, Título III, Capítulo III.

La crisis del papel afectó a cuestiones de orden procedimental, dificultades para la transmisión y ejercicio de los derechos incorporados, y los riesgos del papel afectan a la misma estructura jurídica del título-valor y no se producen como fruto de una situación coyuntural, sino que éstas son inherentes al título mismo.

Por lo antes señalado consideramos que la crisis de los títulos-valores se produce por su indudable éxito¹⁰¹. Este ha motivado que el mundo de los negocios se haya poblado de títulos, creando una masificación documental de tal importancia que ha llegado a imponer una verdadera servidumbre y esclavitud documental.

En el sector bancario la crisis del documento no se ha hecho esperar, se debió, en primer lugar, a la necesidad de una mayor rapidez en la comunicación de los instrumentos y, en segundo lugar al proceso de espiritualización de las realidades que simbolizan el valor económico y los requisitos para su transmisión. En concreto, la masificación en el tráfico procede principalmente del hecho socioeconómico de su utilización en el crédito bancario. En este sector no se dan los problemas que la regulación cambiaria soluciona (seguridad real, por vía de la legitimación documental y seguridad obligacional, por vía de la literalidad)¹⁰².

Estas dificultades se han tratado de superar por las Entidades de crédito y los demás intermediarios financieros, con la ayuda de la contabilidad y de la informática. Éstas permiten sustituir la función tradicional de los títulos-valores haciendo que el derecho se transmita, aún cuando el título permanezca inmovilizado, si es que se ha emitido, e incluso que la transmisión del derecho se produzca aún en el caso de que el título no se llegue a emitir. El título-valor se ve desplazado por las anotaciones en cuenta, y por medio de las computadoras, se pueden conseguir de forma más rápida y sencilla los fines que venían cumpliendo éstos.

¹⁰¹ E. Gadea, Op. Cit., pág 29.

¹⁰² I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 44.

2. LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS-VALORES

El término desmaterialización¹⁰³ nos dice Certad Maroto¹⁰⁴ es de origen francés, sin embargo no existe una noción exacta o exclusiva que responda a la citada noción.

La *desmaterialización*¹⁰⁵ 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, la 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 documentado¹⁰⁶. La desmaterialización sólo llega a ser plena cuando no se emite papel alguno¹⁰⁷, ya que la titularidad de los valores se refleja en meros registros contables¹⁰⁸.

En el Derecho del Mercado de Valores, que corresponde a una disciplina jurídica con una fuerte firmeza de interés público en su regulación, y con un importante contenido técnico representa la culminación irreversible de la tendencia a la desmaterialización de los valores mobiliarios. En ese sentido manifiesta Cachón Blanco¹⁰⁹ que la emisión de los valores en serie o en masa implica la causa de la crisis documentaria de los mismos, entendida en cuanto a su forma tradicional de representación, pues la emisión múltiple o en masa de un elevado número de valores, necesaria para atender las elevadas cuantías de las operaciones modernas, plantea enormes problemas en cuánto al tratamiento físico de tales documentos negociables en sus respectivos mercados.

¹⁰³ Autores españoles como GARRIGUES y URÍA se inclinan por referirse al fenómeno con el nombre de “desincorporación”.

¹⁰⁴ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 91.

¹⁰⁵ En la entrevista realizada el día 19 de junio de 2006 al Lic. Ernesto Rizo Pallais, Vice-Gerente General de la Central Nicaragüense de Valores, nos manifestaba que la descentralización ya no iba a permitir al intermediación en la Bolsa de títulos-valores, debido a que con la desmaterialización se permite que se transen en la Bolsa incorpóreos derechos, y se representen a través de una anotación en cuenta que lleva una Central de Valores.

¹⁰⁶ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 46; M., Broseta Pont y F., Martínez Sanz, Op. Cit., pág. 400.

¹⁰⁷ En la entrevista realizada el día 21 de junio de 2006, el Dr. Jesús Herrera, profesor de derecho mercantil de la Universidad Centroamericana, nos manifestaba que la desmaterialización es plena con la carencia del papel y por ello, se soporta de manera electrónica.

¹⁰⁸ A. Recalde Castells, Estudios de derecho mercantil en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont, pág. 3097.

¹⁰⁹ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 90.

Los avances técnicos han proporcionado un nuevo instrumento, la informática, que permite tanto la permuta de los datos impresos sobre papel¹¹⁰ por su plasmación en soporte electrónico, como el cambio de los medios de transporte convencional por las redes electrónicas de comunicación de datos. Además, sostiene la jurista costarricense Anayansy Rojas Chang, que la concurrencia del efecto informático que se ha producido de manera paulatina en colaboración con las telecomunicaciones que han contribuido a la eliminación del papel como característico respaldo documental inherente a los títulos-valores cuya desaparición ha dado lugar a un soporte de naturaleza estrictamente electrónica o informática¹¹¹.

Además, señala Francisco González Castilla, que por desmaterialización hemos de entender el retroceso del significado del papel en la existencia, ejercicio o transmisión del derecho¹¹². Para el citado autor la desmaterialización de los títulos-valores presenta básicamente las siguientes características:

1. Por agrupar diferentes realidades jurídicas susceptibles de ser graduadas según la fase de la vida del derecho a la que afecten.
2. Por tratarse de un fenómeno que requiere apoyo legal, ya que estamos en el terreno de la ley de circulación y ejercicio de los derechos, que escapa, en principio, a la autonomía de la voluntad.
3. Por no producir, por sí sola, novación o alteración alguna, en el contenido del derecho subjetivo afectado ni en sus propiedades circulatorias, sea cual sea el estadio de desmaterialización de que se trate¹¹³.

El fenómeno de la desmaterialización conoce diferentes grados o estratos. Se han generalizado en la doctrina española los términos “*sistemas correctores*” y “*sistemas*

¹¹⁰ *Ibíd*, pág. 91.

¹¹¹ *IDEM*.

¹¹² F., González Castilla, Representación de Acciones por medio de Anotaciones en Cuenta, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia 1999, pág. 49.

¹¹³ *Ibíd*, págs. 50-51.

sustitutivos” para referirse a ellos. El “Sistema corrector” es aquél en el que la circulación y ejercicio del valor se vincula a una transferencia contable, pero conviviendo con la constitución cartular del valor, depositado en instituciones especiales, y en el “Sistema sustitutivo” existe una emisión contable de valores.

Sostiene Sánchez Andrés¹¹⁴, que el sistema correctivo corresponde a una reacción meramente paliativa de los problemas de circulación tradicional de los títulos-valores, la que a su vez califica como incoherente ya que pasa por una inmovilización de lo que en esencia nació para todo lo contrario, es decir, para circular: el título-valor se deposita, se induce a la convención de que todos los de la misma clase son intercambiables entre sí, conformándose su propietario con la eventual restitución de otro equivalente (fungibilidad) y, en lugar de proceder a su traspaso y presentación a efectos de transmisión y ejercicio de los derechos se intenta circular pese a que se encuentran depositados.

Asimismo, el jurista costarricense Certad Maroto denomina al fenómeno como “desincorporación de la circulación”. Sostiene que a través de ella el título existe, pero que es depositado (de manera facultativa) por su tenedor ante un gestor central (Central de Depósitos) y desde aquel momento circula, no ya a través de la material traditio del documento, sino mediante operaciones contables de carácter informático, lo que señala Lener produce una desincorporación de la circulación del derecho del documento, pero sin desincorporación del derecho del documento¹¹⁵.

Además, Eduardo Cortes García señala que la doctrina acostumbra a reconocer dos tipos de fórmulas: a) “*correctoras*” que tienden a disminuir o evitar la manipulación y la movilización de títulos o cupones. En ellas aunque siguen existiendo los títulos, que se crean y existen, y la incorporación permanece como concepto nuclear, se evita o reduce su manipulación, de forma que la transmisión y el ejercicio del derecho pueden realizarse sin necesidad de entregar ni exhibir materialmente el documento, los títulos resultan inmovilizados y su papel en el tráfico lo juegan simples referencias a su existencia en un

¹¹⁴ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 92.

¹¹⁵ *Ibíd*, pág. 93.

depósito; y b) fórmulas “*sustitutivas*”, que tienden a reemplazar el título-valor por otros mecanismos distintos. En ellas el título-valor no existe, el derecho se instrumenta, se transmite y se ejercita prescindiendo del documento¹¹⁶.

En estos sistemas se propugna la supresión del documento eliminando así la función del concepto de incorporación, y ambos constituyen un formidable paso adelante posibilitado e impulsado por el desarrollo tecnológico, especialmente el informático.

En ese mismo sentido, el jurista español Francisco González Castilla¹¹⁷ nos ofrece una interesante clasificación del fenómeno que permite subsumir las particularidades de los diferentes sistemas, que consiste en la siguiente propuesta:

- a) *La desmaterialización del ejercicio de los derechos*, supone el escalafón inferior del fenómeno: limita la necesidad de presentación del documento para el ejercicio del derecho que incorpora. Señala que corresponde a prácticas de reconocimiento legal en España prevista como en el caso del artículo 58 de la Ley de Sociedades Anónima, o contractuales (v.gr. la ordenación del ejercicio de los derechos financieros por una entidad de crédito “agente” por cuenta de la sociedad anónima), suponen el nacimiento de un entramado de relaciones jurídico-obligacionales (de comisión, de depósito) que “sustituyen” a la “presentación” del título como vehículo legitimador. Sostiene que no afectan, al elemento de incorporación, por lo que no se excluye “el riesgo de” la utilización del sistema de legitimación por la posesión para el ejercicio de los derechos, fuera del acuerdo convencional que exista.

- b) *La desmaterialización en la circulación de los derechos*, supone la convivencia de un sistema (al menos formalmente), de los títulos-valores depositados, junto a la transmisión de la propiedad sobre los mismos a través de inscripciones contables. Circulación contable que es establecida legalmente y de forma obligatoria, mientras

¹¹⁶ E. Cortés García, Op. Cit., pág. 47.

¹¹⁷ Francisco González Castilla, Op. Cit., págs. 53-54.

los títulos-valores se encuentren admitidos en el sistema. Aquí se encuadran los mecanismos de depósito fungible en sus diversos modelos.

- c) *En tercer lugar, la desmaterialización de la constitución del derecho*, implica, que la atribución plena a un derecho subjetivo de características especiales en cuanto a su circulación y ejercicio, se hace depender de un nuevo soporte informativo, la inscripción contable, sometida a determinadas formalidades que garantizan la correspondencia de la titularidad formal con la titularidad real del derecho.

Como hemos podido denotar existen una serie diversa de clasificaciones de este fenómeno elaborado por varios juristas internacionales, y de éstas podemos expresar que el punto de referencia de la desmaterialización se centra en la pérdida de funciones del documento en cada una de las etapas o grados que conducen hacia una total espiritualización de la relación jurídica.

En efecto, la desmaterialización en grado mínimo implica que el documento al servicio del principio de legitimación por posesión quede relegado en favor del nacimiento de un entramado de relaciones jurídico-obligacionales¹¹⁸. Por ello, en lugar de hablar de desmaterialización, podemos hablar de inmovilización física del documento en el ejercicio de los derecho que incorpora, además, no se elimina el elemento de incorporación, cuya existencia impide evitar las consecuencias propias de los riesgos del papel (destrucción, extravío, robo). Sin embargo, queda mermada la eficacia del documento escrito, en el ámbito de la legitimación para el ejercicio del derecho, que es sustituido por el mecanismo jurídico-obligacional propio del depósito o comisión¹¹⁹.

¹¹⁸ En este grado de desmaterialización el entramado de relaciones a que da lugar tiene su origen en el contrato de depósito. En el caso español el sistema de desmaterialización en grado mínimo tuvo su origen tras la publicación del Decreto 1128/1974, de 25 de abril, de regulación del sistema de liquidación de operaciones de Bolsa y depósito de los valores mobiliarios desarrollado por Orden de 20 de mayo de 1974.

¹¹⁹ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 50.

Por su parte, la desmaterialización en grado medio permite minimizar los riesgos de la utilización del documento¹²⁰ debido a que en ella se produce, junto al depósito del papel, su verdadera inmovilización jurídica y su titularidad es transmitida mediante inscripciones contables¹²¹.

De igual forma, hemos de mencionar que la desmaterialización en grado máximo o la verdadera desmaterialización, 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 momento¹²². En este grado el documento tradicional es sustituido por la inscripción contable o anotación en cuenta, figura que posteriormente abordaremos.

Por tanto, consideramos importante realizar la siguiente distinción entre los conceptos de desmaterialización e inmovilización, conceptos que no son iguales ni semejantes por lo que procedemos a establecer sus principales diferencias:

1. La desmaterialización se produce cuando la constitución, ejercicio o transmisión del derecho dependen de un soporte de tipo contable, no es necesaria la existencia material de un título, ya que éste es sustituido por una inscripción contable.
2. La inmovilización de los títulos-valores la podemos clasificar en: Física y Jurídica.
3. La inmovilización física del documento se presenta dentro del grado mínimo de la desmaterialización, debido a que el derecho se encuentra incorporado en el documento, limitándose únicamente su presentación para el ejercicio del derecho que incorpora.

¹²⁰ En los sistemas correctores la transmisión de los valores por medio de operaciones contables se reveló como un cauce seguro, en el que eran menores los riesgos de robo, extravío, falsificación de los títulos, entre otros.

¹²¹ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 50.

¹²² *Ibíd*, pág. 53.

4. La inmovilización jurídica del documento se manifiesta en el grado medio de la desmaterialización, y en este estadio 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 una parte queda relegado como instrumento de legitimación de derecho, y por otra parte, deja de ser un instrumento al servicio de la transmisión de la titularidad. No hay una total desaparición del documento pues el título materialmente existe, no obstante éste queda depositado como fungible, lo que le permite circular en el tráfico jurídico gracias a su sustitución por una inscripción contable.

3. TIPOLOGÍA DE LA DESMATERIALIZACIÓN

La costarricense Anayansy Rojas Chang¹²³, nos presenta una clasificación del fenómeno de la desmaterialización basada en la clasificación elaborada por el jurista italiano Raffaele Lener, tomando como medida el grado más tenso y más tenue:

- a) *Desmaterialización Total Obligatoria*: Se manifiesta por medio de la experiencia francesa de 1981 y 1984 y danesa de 1983 a 1988. Consiste en una ruptura completa e irreversible del ligamen entre “derecho sobre el documento”. El título como tal se deshace definitivamente y el derecho que tenía incorporado es “materializado” solamente por medio de una inscripción en cuenta. La circulación se realiza mediante un giro de cuenta a cuenta, previa instrucción del titular.
- b) *Desmaterialización Total Facultativa*: Según este sistema, el poseedor del título tiene la facultad de seleccionar entre la introducción al régimen de administración centralizada o conservarlo. Si elige someter el título al sistema, el título se sustituye por una anotación en cuenta y el proceso deviene en irreversible, en el sentido de que el poseedor no puede salirse del sistema pidiendo la “materialización” de su título.

¹²³ A. Hernández Aguilar, Op. Cit., pág 95.

- c) *Desmaterialización de la Circulación*: Este fenómeno ocurre cuando no se produce una descomposición o desaparición absoluta del documento. El título existe materialmente y pueden darse dos hipótesis: 1. Que se encuentre depositada en una Central de Valores, y 2. La emisión material del título no se ha efectuado, pero éste puede ser retirado del sistema con su correspondiente expedición (v.gr. los denominados títulos o certificados múltiples o globales). La característica principal se manifiesta en el sentido de que la circulación se produce sin la respectiva tradición material, esta tradición característica es reemplazada por una anotación en cuenta, de manera que el derecho circula con independencia del documento, el cual se encuentra depositado en una Central de Valores y puede ser objeto de retiros en cualquier momento. Sin embargo, el depositante no puede pretender la devolución de los mismos títulos que depositó pues el sistema opera en títulos en serie.
- d) *Inscripción Fiduciaria de títulos ante un Ente Central*: Consiste en la transferencia fiduciaria de los títulos a favor de un ente central. Aquí la tradición se suprime y la circulación de los títulos de crédito se reduce a la simple inscripción en cuenta. Este sistema se utilizó en Italia en la Monte Titoli, S. p. a.
- e) *La acción en sentido único*: Es el sistema más tenue de la desmaterialización. Se sigue en Suiza y consiste en la sustitución de los títulos accionarios por un documento o certificado global que representa la totalidad de la participación social de su titular, pero no configura un título-valor, por carecer de vocación circulatoria. La articulación del sistema tenía como base el depósito fungible, aunque basado en la entrega en propiedad fiduciaria del titular, al que se le reconocía un derecho a la restitución del quantum en base a los asientos registrales¹²⁴.

¹²⁴ I. Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág 48.

4. PRINCIPIOS JURÍDICOS DE LOS TÍTULOS-VALORES FRENTE AL FENÓMENO DE DESMATERIALIZACIÓN

Una vez que ha sido estudiado el fenómeno de la desmaterialización, es necesario realizar un análisis frente a los principios tradicionales de los títulos-valores.

Los principios que se derivan de la teoría de los títulos-valores respecto de los valores anotados en cuenta en un escenario de desmaterialización total o aún cuando éstos cuenten con un respaldo material en los depósitos centralizados de valores, determinan una revisión de su contenido, especialmente los siguientes:

4.1. Principio de incorporación

El principio de incorporación, que abordamos en el primer capítulo, nos indica que el derecho y el título se presentan como uno solo, de suerte que el primero no puede ejercitarse sin el segundo. Por lo anterior, los títulos-valores se someten al régimen de los bienes muebles mercantiles.

Consideramos que el fenómeno de la desmaterialización involucra la supresión total del soporte documental, produciéndose así una verdadera desincorporación del derecho respecto del título o documento, por tanto este principio no es en absoluto operante para los valores anotados en cuenta.

4.2. Principio de Literalidad

La literalidad indica que el derecho del acreedor y las obligaciones del deudor se midan por el contenido literal del documento, no por el querer subjetivo de los suscriptores.

Para algunos doctrinarios, en un esquema de desmaterialización total, la literalidad siquiera incompleta no puede venir referida al texto de unos documentos que no se llegan siquiera a emitir, por cuanto el contenido del derecho del titular viene dado por la escritura de otorgamiento de la emisión de las anotaciones, en las que constan los datos relativos al

contenido del derecho de los valores. Según se establece en el artículo 137 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, la forma de representación del derecho sea a través de un título o bien por anotación en cuenta se determinará en el acuerdo de emisión¹²⁵ de éstos, por tal razón consideramos que el contenido, extensión y límites del derecho del titular de una anotación en cuenta se manifestará en dicho acuerdo.

No obstante debe considerarse que, aun tratándose de títulos instrumentados sobre una base de papel, existen los llamados títulos-valores causales, cuyo ejemplo típico son las acciones, en los cuales el contenido y extensión del derecho del tenedor no viene dado exclusivamente por el tenor literal del título, si no por lo que algunos han denominado “literalidades complementarias”, como es el caso de la escritura de constitución de la sociedad.

Respecto a los valores inmovilizados, la literalidad, en cuanto al título físico guardado en las bodegas de la entidad depositaria, se desgaja, por cuanto en el mismo no constan las transferencias posteriores a su depósito, ni los pagos parciales de capital e intereses. En cuanto a los registros automatizados, ellos en principio reflejan las características del título de que se trate y en tal sentido, conservan la literalidad del mismo.

Así mismo, dado que las transferencias y la constitución de prendas y embargos, se realizan afectando los registros automatizados, podríamos afirmar que los derechos y obligaciones se miden por el tenor literal de dichos registros automatizados.

4.3. Principio de Legitimación

En lo referente a los valores representados mediante anotaciones en cuenta, este principio de la legitimación cuya característica es la “tenencia del documento”, vendría a ser sustituido por el de “legitimación por inscripción registral”.

¹²⁵ Artículo 148 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

Esta solución se ha dado en España, en cuya legislación se establece que “la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo, y en consecuencia, podrá exigir a la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que de derecho el valor representado por anotaciones en cuenta¹²⁶”.

Así, aunque los valores anotados en cuenta tengan un respaldo material en las bodegas de la entidad depositaria, primer estadio del grado mínimo de desmaterialización (inmovilización), los títulos permanecen inmovilizados en las bodegas respectivas prescindiéndose de su presentación para el ejercicio de los derechos incorporados en los mismos.

La forma de acreditar la legitimación, en materia de valores anotados en cuenta, igualmente se redefine, en la medida en que ello se realiza mediante la exhibición de certificados o constancias no negociables emitidas por la entidad depositaria, denominados “Certificados de Legitimación¹²⁷”.

Estos Certificados de Legitimación no son constitutivos del derecho, teniendo un carácter eminentemente acreditativo o probatorio. La entidad administradora del depósito, al expedir el certificado correspondiente, acredita la titularidad del valor representado mediante anotaciones en cuenta, la cual está dada por el registro contable o electrónico.

Es importante señalar que los depositantes pueden encomendar a la entidad depositaria, en su función de administración de valores, el ejercicio de los derechos patrimoniales derivados de los valores anotados en cuenta. Los derechos sociales, por el contrario, deben ser ejercidos directamente por los titulares de dichos los valores mediante la exhibición de los certificados de legitimación. Lo anterior, tiene consecuencias tanto en relación con la legitimación activa como pasiva. En lo referente a la legitimación activa, la persona que

¹²⁶ Artículo 11 de la Ley de Mercado de Valores, Ley 24/1988, del 28 de Julio, y Arto 15 del Real Decreto 116/1992. En el artículo 151 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, se expresa que: “La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable de un depositante, se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir que se realicen a su favor las prestaciones a que da derecho el valor desmaterializado o físico”.

¹²⁷ Artículo 12 de la Ley de Mercado de Valores, Ley 24/1998, del 28 de Julio. En el artículo 164 de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales se denominan constancias y no certificados.

aparezca como legitimada en los asientos del registro contable se presume titular legítimo del valor y puede exigir de la entidad emisora que realice a su favor las prestaciones correspondientes, y en general, puede ejercitar los derechos a que da lugar la titularidad sobre los valores.

Y se manifiesta la legitimación pasiva, en cuanto que la entidad emisora se libera realizando la prestación de buena fe y sin culpa grave, en favor de quien figura legitimado por tales asientos, aunque no fuese titular del valor. En este nuevo esquema, las prestaciones económicas a cargo de los emisores se ejecutan mediante la presentación de los certificados de legitimación, de tal forma que el pago contra su presentación resulta liberatorio.

4.4. Principio de Autonomía

La autonomía es un fenómeno en virtud del cual cada titular del derecho lo adquiere como propio, siendo distinto e independiente del que tenía o podría tener quien le transfirió el título, por lo cual frente quien sea tenedor de buena fe, no pueden oponerse circunstancias derivadas de relaciones jurídicas en las cuales no haya intervenido.

Así mismo, la obligación adquirida por el suscriptor del título, puede serle exigida con independencia de la situación de los demás suscriptores, de forma tal que ninguno puede verse beneficiado de las excepciones que puedan proponer los demás.

La equiparación entre los valores anotados en cuenta y los documentados en base de papel, deben reflejar el reconocimiento al titular de una anotación contable de la tutela que representa la inoponibilidad de las excepciones que el emisor podría haber opuesto a los anteriores titulares del valor.

Algunos autores consideran que la autonomía, con el fenómeno de la desmaterialización, resulta fortalecida. En efecto, el doctor Gilberto Peña Castrillón anota que en este esquema, cada nueva negociación acarrea una verdadera creación del título-valor, lo cual independiza

totalmente el nuevo derecho que surge para cada nuevo adquirente, respecto de lo que hubiera podido ocurrir en negociaciones precedentes, por lo cual el efecto práctico de la experiencia cambiaria de porte electrónico es la salvaguardia y fortalecimiento del principio de la autonomía¹²⁸.

En los títulos-valores tradicionales, la tutela al tenedor legítimo se fundamenta en la confianza de buena fe del adquirente respecto a la titularidad del transmitente, lo cual requiere una cierta consistencia en la apariencia en que se apoya esa confianza, lo cual resulta difícil hacer efectivo.

5. LA ANOTACIÓN EN CUENTA

La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta supone una ruptura total con los títulos-valores. Desde su nacimiento la anotación en cuenta se había configurado como el modelo antagónico del título-valor, en la medida en que los valores representados mediante anotaciones en cuenta ya no resultaban conceptualmente vinculados a cuerpo material alguno¹²⁹.

Así, lo que se había llamado “razón biológica de los títulos-valores”, evitar los inconvenientes de la invisibilidad de los derechos subjetivos, que constituyó el fundamento de la teoría de la incorporación del derecho al título, y en general de la dogmática de los títulos-valores, se convierte en la antítesis del objetivo pretendido por el sistema de anotaciones. Conforme a los principios del sistema tabular, la tangibilidad de los derechos es considerada como un lastre¹³⁰.

En consecuencia, ya que los valores anotados no se encuentran conceptualmente vinculados a cuerpo material alguno, no es preciso seguir acudiendo a la estructura ni a la expresión metafórica de la incorporación, por eso entendemos que expresiones como “incorporación

¹²⁸ C., Díaz Granados, La Desmaterialización de los Títulos-Valores, 10 Enero de 2006 en http://www.titulos.bioetica.org/doctitulos/docta17.htm#_Toc109407607.

¹²⁹ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 54.

¹³⁰ A., Martínez-Echeverría y García de Dueñas, Op. Cit., pág 131.

no documental” o “incorporación inmaterial” no se corresponden con la esencia de los valores anotados¹³¹.

La propia esencia de los valores anotados en cuenta no se encuentra en la *informática*¹³² como muchos creen, sino en el *registro*, o mejor, en los *principios registrales*.

Así lo refleja muy acertadamente el jurista español Martínez-Echeverría y García de Dueñas¹³³, cuando afirma que 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 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 ellos se derivan.

En el plano teórico, no es preciso que el registro sea llevado por medios informáticos, es indiferente que los registros se lleven con libros de papel o recurriendo a la informática. La lógica de los valores anotados en cuenta debe fundamentarse en categorías jurídicas, como son los principios del Derecho registral. La instrumentación técnica de llevanza de los registros es de innegable importancia para la plasmación práctica de la teoría de los valores anotados, pero no tiene cabida dentro del discurso sobre el concepto y naturaleza de estos valores¹³⁴.

¹³¹ IDEM.

¹³² La informática, sin embargo, no es sino un instrumento técnico que permite la llevanza del registro de anotaciones en cuenta. Ésta no es una categoría o institución jurídica, por lo que no parece adecuado construir la doctrina de los valores anotados en cuenta sobre la base de la informática.

¹³³ A., Martínez-Echeverría y García de Dueñas, Op. Cit., pág 132.

¹³⁴ *Ibíd*, pág. 133.

Es necesario ser consciente de que, en la práctica, la gestión de las anotaciones en cuenta se lleva por medios informáticos, pero nos parece equivocado construir el concepto de anotación en cuenta fundamentándolo en la informática, cuando ésta tiene tan sólo una función accesoria, instrumental, e incluso, hipotéticamente, sustituible. Cabe, la posibilidad de que las anotaciones en cuenta sean llevadas en un libro de papel, pues para la concepción dogmática de las anotaciones en cuenta es indiferente que las inscripciones se efectúen en un libro de papel o en un fichero informático, por supuesto que no nos cabe duda sobre las ventajas que brinda la informática y de la conveniencia de optar por ella a la hora de llevar los registros contables de valores; pero, insistimos, aquí lo que pretendemos es disociar el plano práctico del teórico y afirmar que, en este segundo, la informática es prescindible¹³⁵.

El citado autor realiza la siguiente crítica al término de “valores informatizados” utilizado por el jurista de su misma nacionalidad V. Santos Martínez para denominar a los valores anotados en cuenta, porque plantea que éste resulta poco definitorio y descentra la atención hacia el elemento que ocupa un segundo plano en la configuración de estos valores, que es la informática, pero destaca que él formula argumentaciones muy acertadas sobre la naturaleza registral de los valores anotados en cuenta¹³⁶. Además, no está de acuerdo con los otros términos utilizados por otros autores como “formas de documentación electrónica”, “títulos-valores informatizados”, y “representación magnética de los valores”.

Sin embargo, la opinión de Martínez-Echeverría y García de Dueñas en lo referente a llevanza del registro de manera manual, no es compartida por Madrid Parra¹³⁷ que considera, que pese a que no se suele hacer mención explícita al carácter informatizado del registro, sería inviable la llevanza manual del sistema.

Este autor razona su postura fundamentándola, en primer lugar, sobre cuestiones de funcionalidad práctica tales como la complejidad y agilidad propias del sistema diseñado, razones que exigen un tratamiento informatizado del registro.

¹³⁵ IDEM.

¹³⁶ *Ibíd.*, pág. 134.

¹³⁷ I., Rodríguez Martínez, *Op. Cit.*, pág 56.

El *registro* ha jugado dentro del sistema de anotaciones en cuenta la misma función que jugó la *documentación* en el sistema de títulos-valores. Ambos son *formas de representación de derechos subjetivos*¹³⁸, pero mientras que en el sistema de títulos-valores la representación es material, en el sistema de anotaciones en cuenta el recurso al fichero informático, soporte inmaterial, permite la desvinculación de la relación jurídica de soportes materiales y su documentación a través de códigos informatizados¹³⁹.

La anotación en cuenta constituye un medio de representación de los derechos¹⁴⁰. Sin embargo, no es únicamente un medio de representación de derechos. Su aspecto funcional, frente al *título*, radica esencialmente en ser un instrumento que facilita el tratamiento de los valores por ella representados, en orden a la realización y agilización de las operaciones de liquidación y compensación. De hecho la innovación que supuso la anotación en cuenta se orienta, de modo originario y principal, no tanto a facilitar el proceso traslativo, sino a favorecer especialmente la liquidación multilateral de las operaciones bursátiles en la Bolsa de Valores¹⁴¹.

Por todo lo anterior, entendemos que la anotación en cuenta y el título-valor no siempre ni necesariamente responderán a una única e idéntica realidad jurídico-funcional, y consecuentemente, que la función de la anotación en cuenta va más allá de la función que la teoría del título-valor otorgaba al documento, en la medida en que parece sobrepasar el objetivo de ser una simple instrumentación de un sistema de protección del tráfico jurídico-mercantil.

¹³⁸ A., Martínez-Echeverría y García de Dueñas, Op. Cit., pág. 133.

¹³⁹ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 57.

¹⁴⁰ En la entrevista realizada el día 21 de junio de 2006, el Dr. Jesús Herrera, Profesor de derecho mercantil de la Universidad Centroamericana, nos expresaba que la finalidad de la anotación en cuenta es evitar la complicación que representa el papel para la circulación de los valores, el costo de almacenaje, el costo de transporte, el costo de almacenaje y en la anotación en cuenta se evita el deterioro al papel.

¹⁴¹ *Ibíd*, pág. 58.

5.1 Evolución Histórica

Frente a los inconvenientes que representa la materialidad de los títulos-valores, los ordenamientos jurídicos (Alemania, Francia, Italia y España) han reaccionado con diversas soluciones. La doctrina acostumbra a reconocer dos tipos de fórmulas o sistemas: 1) Los “Sistemas Correctores”, en los que siguen existiendo el documento y el crédito documentado por incorporación, pero los títulos no se desplazan y se inmovilizan en un depósito, de manera que la función circulatoria en el tráfico la realizan referencias materiales escritas relativas a su existencia en un depósito, y 2) Los “Sistemas Sustitutivos”, en los que se prescinde totalmente de la documentación como soporte material que incorpora en régimen especial de circulación el crédito o “valor”¹⁴². En estos sistemas se propugna la supresión del documento eliminando así la función del concepto de incorporación¹⁴³.

Estos sistemas permiten sustituir la función tradicional de los títulos-valores haciendo que el derecho se transmita, aun cuando el título permanezca inmovilizado, si es que se ha emitido, e incluso que la transmisión del derecho se produzca, aun en la hipótesis de que el título no se llegue a emitir.

5.1.1 Fórmulas Correctoras

Ha sido en el ámbito de los valores mobiliarios debido a un tráfico extenso en donde se han apreciado más los problemas derivados de su manipulación en la transmisión de los derechos incorporados a los mismos. Además, las exigencias de seguridad y rapidez de los mercados organizados en donde se negocian los valores mobiliarios, han impuesto el establecimiento de nuevas formas de representación de estos valores. Por ello, hemos de considerar los siguientes modelos de sistemas correctores en la evolución moderna de los títulos-valores.

¹⁴² S., Camacho Clavijo, *La Prenda de Valores Anotados en Cuenta: Constitución y Efectos*, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia 2003, Págs. 18 y 19.

¹⁴³ E., Cortés García, *Op. Cit.*, pág. 47.

5.1.1.1 El Sistema de Depósito Colectivo Alemán

El problema de la masificación de los valores mobiliarios y la crisis del papel, tuvo su origen en Alemania derivado de las enormes cantidades de Deuda Pública emitidas por el gobierno para la financiación de los gastos bélicos originados por la Primera Guerra Mundial y la colosal inflación de los primeros años de la posguerra.

El modelo alemán es el principal exponente de los sistemas correctores. Sin embargo, parte de la doctrina se inclina por calificar al derecho alemán en una doble evolución. Una para la Deuda Pública, y otra para los valores privados, que es precisamente para la que se continúa empleando en la actualidad los mecanismos de carácter correctivo¹⁴⁴.

La reacción legislativa frene a la crisis alemana se va a producir con dos ordenanzas del Reich de 1940 y 1942 y, en mayor medida, con la Ley de Empréstitos del Estado “Anleihegesetz” de 1951. Con estas disposiciones, se va a admitir la representación de la Deuda del Estado por “anotaciones contables” (Schuldbuchforderungen), que se equiparaban con los títulos al portador. De manera que a través de la equiparación lo que se pretendía era dotar a dicha inscripción de la misma protección que tiene en el derecho de cosas el tercero adquirente de buena fe.

En contraposición a la Deuda Pública, la evolución de los valores privados va a seguir un camino muy distinto. Ello por cuanto la mayoría de los valores mobiliarios eran administrados por los bancos a través de contratos de depósito de tipo acumulativo, que fue introducido con la Ley de 4 de febrero de 1937 sobre el depósito y adquisición de títulos-valores “Depotgesetz”. Esta modalidad de depósito comprendía todos los títulos de idéntica clase que puedan ser considerados como fungibles, con lo cual los depositantes, a causa del carácter colectivo del depósito, adquieren solo un derecho de copropiedad sobre los títulos concretos depositados, en proporción al valor nominal o al número de títulos que haya depositado cada uno, o adquirido con posterioridad. De esta forma se hace posible, una

¹⁴⁴ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág. 100.

circulación y ejercicio de los derechos representados en los títulos basada en anotaciones contables.

De esta forma en cuanto a los títulos privados se solucionaban los problemas que para la circulación y ejercicio de los valores representados por títulos representaba su masificación, sin embargo se careció de solución respecto a la necesidad de utilizar enormes cantidades de papel para la emisión de estos valores con las dificultades adicionales que ello representaba para su custodia por parte de los bancos. Sin embargo, tales inconvenientes se trataron de solucionar con la Ley Novelle de la Depotgesetz de 24 de mayo de 1972¹⁴⁵ con la emisión de un solo título que representara toda la emisión de valores y con lo cual se evidencia la adopción de un sistema correctivo.

La práctica del depósito colectivo se introdujo en Alemania en 1882 por el Bank des Berliner Kassen-Vereins y el sistema se generalizó después de la Primera Guerra Mundial (1914-1918), a causa del enorme incremento experimentado por los títulos al portador y las especulaciones que con ese motivo se produjeron a consecuencia de la inflación que Alemania sufrió en aquella época. El movimiento de los títulos, realizado en la forma usual hasta entonces, imponía a los Bancos alemanes grandes gastos, y para evitar que esto repercutiera sobre la clientela se ideó la concentración de los títulos en cajas en el Bank des Berliner Kassen-Vereins. Ello implica la imposibilidad de devolver a cada uno de los depositantes los mismos títulos que fueron entregados y de poner a su disposición justamente los mismos títulos que se hubiesen comprado para él. Pero, no implicaba la pérdida de la propiedad a favor del cliente, la cual se transformaba en una propiedad sobre una parte de los valores de la misma categoría reunidos en el depósito centralizado¹⁴⁶.

Estas medidas de los bancos alemanes de crear mecanismos de liquidación de las operaciones con el fin de que no tuvieran que pasar por la necesaria tradición física de los documentos y el respeto de la numeración, se plasman en un doble sentido. Desde la perspectiva institucional se crean institutos de compensación de operaciones que tenían

¹⁴⁵ *Ibíd*, pág. 102.

¹⁴⁶ *Ibíd*, pág. 103.

como únicos miembros y titulares de cuentas a los bancos. En el ámbito contractual surgen las Entidades depositarias de valores que comienzan a concluir con los clientes depositantes un contrato especial, el “Sammeldepovertrag” o “Vermengungsdepotvertrag”, por el cual los títulos ingresaban como fungibles en un depósito colectivo y el cliente renunciaba a la entrega de los mismos documentos que depositaba, pudiendo ser sustituidos por otros de idéntico valor.

5.1.1.2 El Sistema Francés de la Caisse Centrale de Dépôts et de Virments de Titres (CCDVT)

Un sistema similar al alemán se establece en Francia mediante leyes de guerra (Leyes de 28 de febrero de 1941, 14 de febrero y 8 de marzo de 1942) que a partir de 1941 imponen el depósito obligatorio de las acciones al portador cotizadas en Bolsa en un establecimiento ad hoc: la Caisse Central de Dépôts et de Virements de Titres (CCDVT), que traducida sería la Caja Central de Depósito y Transferencia de Títulos, instaurada por la Ley de 18 de Junio de 1941, implantada para simplificar la gestión bancaria de las carteras de valores, y para controlar el capital mobiliario nacional, aunque también por la escasez del papel dada la situación de la guerra¹⁴⁷.

Los títulos una vez depositados en la CCDVT eran perforados para impedir que volviesen a circular. El derecho del accionista no podía transferirse de nuevo al título, debido a que las acciones depositadas no eran restituidas ni siquiera en caso de transformación a nominativas. Las acciones no se volvían a identificar por la numeración de los títulos originales, tratados así como fungibles.

Sin embargo, el título como documento físico seguía existiendo, ya que una vez emitido quedaba depositado e inmovilizado en la Caja Central. La desmaterialización¹⁴⁸ afectaba

¹⁴⁷ E., Cortés García, Op. Cit., págs. 49 y 50.

¹⁴⁸ Consideramos que la utilización del fenómeno de la desmaterialización no se manifiesta en este sistema debido a que ésta implica la supresión total del documento en el cual se incorporaba el derecho, y como hemos podido observar el título como documento físico aun existe, y se encontraba depositado e inmovilizado en la Caja Central.

por tanto, solamente a la transmisión y administración de los valores, pero no a su constitución, pues el derecho seguía incorporándose a un título¹⁴⁹.

Pero precisamente por su origen bélico y ese carácter obligatorio del depósito, el sistema no fue bien visto en la Francia de la posguerra. De este modo el sistema fue suprimido por la Ley de 5 de Julio de 1949. El Decreto de 4 de agosto del mismo año estableció un régimen de depósito facultativo, más flexible e instrumentado en cuenta corriente. Los inversores además no habían renunciado al parecer, a la idea de que eran los documentos los que representaban la riqueza.

Así, el depósito se realizaba en Bancos o Agentes de cambio y bolsa, y de éstos en la Société Interprofessionnelle pour la Compesantion des Valeurs Mobilières (SICOVAM) las transmisiones, pagos y cualquier operación relacionada con los títulos depositados. Estos son pues fungibles, sin que el depositante tenga la titularidad sobre un determinado título. Se trataba en fin de un depósito colectivo, con copropiedad sobre la masa de títulos fungibles y derecho de separación del depositante en caso de quiebra del depositario¹⁵⁰.

La SICOVAM abría una cuenta a cada adherente, subdividida en otras distintas según la naturaleza de los Títulos depositados; y la prueba del depósito resultaba del listado emitido por el gestor central. Asimismo durante el tiempo en que el depósito se encontrare vigente, más que la transformación del tipo de propiedad sobre los títulos, se presentaba una especie de ruptura entre el título físico y el derecho a él incorporado¹⁵¹.

El funcionamiento de este organismo fue un éxito total en Francia, tanto desde el punto de vista técnico, como por la adhesión de los inversores al sistema. Sin embargo, la SICOVAM no adoptó una desincorporación total de los valores, originando una de las cuestiones fundamentales a tratar referente a la instauración de un carácter obligatorio e irreversible, y extendiéndolo a todas las categorías.

¹⁴⁹ E., Cortés García, Op. Cit., pág. 50.

¹⁵⁰ IDEM.

¹⁵¹ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág. 110.

Con la Ley de 30 de diciembre de 1981 se comenzó el proceso de desincorporación total de los valores mobiliarios franceses que no se completó en su totalidad hasta el 3 de mayo de 1988. El sistema Francés actualmente presenta dos características de singular relevancia claramente perceptibles: el abandono del sistema facultativo de la SICOVAM, y por otra parte la generalidad¹⁵². Por tanto, el sistema abandona el carácter corrector, y en su lugar implantó un sistema sustitutivo el cual suponía la desaparición definitiva del título-valor.

5.1.1.3 El Sistema Italiano de la Monte Titoli, S.P.A

En Italia se constituyó en 1978 la Monte Titoli, S.P.A bajo los auspicios del Banco de Italia y comenzó a operar en noviembre de 1981¹⁵³. Esta sociedad, de la cual únicamente podían ser socios el Banco de Italia, entidades de crédito, organismos representativos de los Agentes de Cambio y organismos que no cumplieran en el extranjero funciones análogas, tenía por objeto asegurar la custodia fiduciaria y la administración centralizada de los valores, así como facilitar la transmisión de los derechos correspondientes a ellos.

La Ley italiana 289 de 19 de junio de 1986 dio reconocimiento y disciplina legislativa al sistema corrector de depósito y administración centralizada de valores mobiliarios que funcionaba sobre bases meramente convencionales. La disposición citada confía a una sociedad por acciones denominada Monte Titoli S.P.A, Istituto per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari, el desarrollo de servicios tendentes a racionalizar la custodia y la negociación de valores mobiliarios, en particular mediante la gestión del sistema de administración centralizada sobre criterios de fungibilidad de dichos valores¹⁵⁴.

Esta Ley establece un sistema basado en el depósito y administración en régimen colectivo de los títulos-valores, con el fin de eliminar la manipulación de éstos por medio de anotaciones contables y de operaciones de giro. El régimen de administración centralizada no puede ser calificado como de desmaterialización de los valores. Es cierto que las

¹⁵² *Ibíd*, pág. 109.

¹⁵³ E., Cortés García, *Op. Cit.*, pág. 50.

¹⁵⁴ Artículo 1 de la Ley Italiana 289 de 19 de junio de 1986.

funciones del documento se reducen, pero no llega a desaparecer. Como el documento no se elimina, la ley se ocupa de adaptar la disciplina de los títulos-valores a la nueva realidad.

La transmisión de los títulos, en el ámbito del sistema, se produce mediante operaciones contables por las que se anota la transferencia de los mismos de la cuenta del tradens a la del accipiens (artículo 4 de la Ley de 19 de junio de 1986). Sobre la base del criterio de fungibilidad de los títulos y de un doble mecanismo de depósito (del titular a los intermediarios autorizados y de éstos a Monte Titoli), la ley italiana distingue entre el ejercicio de los derechos patrimoniales, cobro de dividendos, intereses, que corresponde a la Monte Titoli, y son ejercitados directamente por ella misma; y el de los derechos corporativos, que corresponde a los depositantes de los valores y que se efectúa a través de los certificados expedidos por las entidades depositarias que, a su vez, son subdepositantes en la Monte Titoli, S.P.A¹⁵⁵.

Por tanto, se produce una inmovilización de los títulos, que no implica desincorporación: los títulos en efecto siguen existiendo. Han de ser depositados en una entidad adherida al sistema, que a su vez los deposita en la Monte Titoli. Deben ser custodiados y existe el derecho de pedir la restitución de los títulos depositados, si bien, dada su fungibilidad, no de los mismos que fueron entregados, sino de otros tantos de la misma especie. Si los títulos son transmitidos a un sujeto no participante en el sistema, la participación es voluntaria y deben pactarse en el contrato de depósito con la entidad financiera adherida, será preciso retirarlos físicamente y entregarlos a su adquirente.

5.1.1.4 El Sistema Español del Decreto 1128/1974, y los Pagarés del Tesoro “Fungibles”

a) El Sistema Español del Decreto 1128/1974

Durante los años sesenta y comienzos de los setenta del siglo pasado la masificación de los títulos en circulación en España y el volumen de transacciones en Bolsa dieron lugar a retrasos en la liquidación de operaciones que complicados con la venta de títulos no

¹⁵⁵ E., Cortés García, Op. Cit., pág. 51.

liquidados provocaron una situación de colapso del Sistema de Liquidación y Compensación de operaciones en Bolsa y depósito de títulos-valores incluidos en la cotización oficial regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril¹⁵⁶.

El reconocimiento de que los valores que se negociaban en las Bolsas se acostumbraban a estar depositados en Entidades de Crédito y que las transmisiones efectuadas, únicamente originaban un movimiento entre los depositarios, especialmente los Bancos, ocasionó que el legislador español decretase la inmovilización de los títulos en dichas entidades, y reconociendo expresamente su fungibilidad, estableciéndose un sistema de transmisión basado en anotaciones en un registro contable.

Este sistema de carácter voluntario y limitado a los valores negociados en Bolsa, se implantó para las acciones al portador y determinaba la constitución de un depósito especial de valores fungibles, por lo que sus titulares sólo ostentaban el derecho a recuperar un número de valores igual al depositado¹⁵⁷. Los títulos se emitían y se depositaban en los Bancos y Cajas de Ahorro adheridos al sistema, pero ni la transmisión exigía la movilización de los títulos, ni el ejercicio de los derechos incorporados exigía la presentación física de aquéllos.

b) El Sistema de Pagarés del Tesoro “Fungibles”

Los Pagarés¹⁵⁸ emitidos bajo la forma de “títulos fungibles” a la orden, pero sin necesaria existencia física sobre un soporte documental eran negociables en Bolsa, siéndoles de aplicación las disposiciones del Decreto 1128/1974 sobre el sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios. Sin embargo, las características propias de los Pagarés del Tesoro dieron lugar a reglas especiales en el marco general del sistema de liquidación y compensación. Así, la voluntariedad de la aplicación de las normas sobre fungibilidad, depósito, compensación y liquidación, se podía seguir afirmando respecto de los titulares de los pagarés que podían retirarse del sistema

¹⁵⁶ Ibíd, pág. 52.

¹⁵⁷ Ibíd, pág. 53.

¹⁵⁸ Su base legal se establece en la Ley Presupuestaria de España, Ley 44 de 1981, de 26 de diciembre.

transformado en títulos no fungibles (o en anotaciones en cuenta) sus títulos fungibles¹⁵⁹. Pero el previo consentimiento del emisor presentaba en este caso matices especiales, al ser el emisor, el Estado, quien establecía y regulaba el procedimiento de acceso a la Bolsa de los pagarés. Asimismo, la adhesión de los posibles depositarios se debía producir conforme a un procedimiento particular a través del cual había de obtenerse la condición de Entidad Delegada Adherida. Por otro lado, el depósito de los títulos que en el Decreto 1128/1974 se calificaba de “especial”, resultaba particularmente “singular”, en el caso del depósito de los Pagarés del Tesoro “fungibles” puesto que era un depósito de títulos en el que no se depositaba físicamente ningún documento. Dado que los títulos fungibles no se imprimían materialmente sobre láminas, lo que se entregaba por el Banco de España a las Entidades Delegadas Adheridas eran simples referencias técnicas, representativas o individualizadoras de los títulos fungibles emitidos y no impresos.

En cualquier caso los títulos fungibles, carentes de soporte documental, eran negociables en los mercados bursátiles sin utilización material de soporte físico alguno, conforme a las directrices establecidas por las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio. La amortización de los títulos se producía por abono en las cuentas corrientes de efectivo de las Entidades Delegadas Adheridas de los importes correspondientes a los pagarés depositados en ellas, de acuerdo con las certificaciones extendidas por el Servicio de Coordinación de Bolsas¹⁶⁰. La supresión del título coexistía por tanto con el carácter corrector del sistema de depósito colectivo. No existía incorporación cartular originaria, pero siempre era posible obtenerla.

5.1.2 Fórmulas Sustitutivas

Ahora bien, hemos de señalar que en los países en donde se adoptaron sistemas correctores, es decir, la inmovilización de los títulos para evitar los inconvenientes de su tratamiento, y la pérdida de función de los títulos abocaban a su desaparición. La solución definitiva a los inconvenientes que presentaba la incorporación de los derechos a los títulos-valores

¹⁵⁹ E., Cortés García, Op. Cit., pág. 55.

¹⁶⁰ IDEM.

emitidos en grandes masas vino dada por los sistemas sustitutivos, en los que se produce el abandono puro y simple del papel como instrumento de circulación y ejercicio de los derechos, el título-valor se elimina y se reemplaza por otros instrumentos produciéndose una “desmaterialización del título¹⁶¹”.

Se produce así un regreso al punto de origen, rompiendo la conexión existente entre el valor y el título. El valor que está en el derecho, prescinde del papel y se presenta en el estado puro del “derecho valor”. No se trata, sin embargo, a pesar de lo que a primera vista pudiera parecer, de una involución, sino de un formidable paso adelante posibilitado e impulsado por el desarrollo tecnológico, especialmente el informático. Entre los ejemplos de sistemas sustitutivos tenemos los siguientes:

5.1.2.1 El Sistema de Deuda Pública Alemana

En Alemania durante la II Guerra Mundial el III Reich emitió en 1940 Deuda Pública que podía revestir dos formas, a elección del acreedor: la de título-valor o la de anotación en el libro de la Deuda del Reich¹⁶².

Estas emisiones se regularon por el Decreto de 5 de enero de 1940, que preveía la representación de los empréstitos del Estado en forma de “créditos registrados”. Posteriormente el Decreto de 31 de diciembre de 1940 equiparaba estos “créditos registrados” a los títulos de Deuda. Los apuntes contables se equiparaban de esta manera con las obligaciones al portador. Por tanto, se pasó de los títulos-valores (Wertpapiere) a los derechos valores (Wertrechte) incorporales, puros o nudos (Blasse Wertrechte)¹⁶³.

Posteriormente el reconocimiento legal del derecho valor se hace en la República Federal de Alemania mediante la Ley de Empréstitos del Estado de 1951 (Aanleihegesetz), que se aplicaría a la Deuda del Estado, de los Lander, de Correos o de Ferrocarriles. Con ellos se

¹⁶¹ *Ibíd*, pág. 72

¹⁶² *IDEM*.

¹⁶³ *Ibíd*, pág. 73.

sancionó la desmaterialización de los valores en un sector particular y concreto del mercado de capitales alemán.

Quedando por tanto a elección del acreedor la forma de la Deuda, pudiendo desaparecer el título. Por ello, el sistema es sustitutivo, abandonando el papel como instrumento de circulación y ejercicio de los derechos. Este sistema sustitutivo se aplica en Alemania exclusivamente para la emisión de la Deuda Pública.

5.1.2.2 El Sistema Francés de la Desmaterialización de los Valores Mobiliarios

Tras el fracaso de la CCDVT, y como anteriormente habíamos expresado el Decreto de 4 de agosto de 1949 instauró y reguló el funcionamiento de la Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières (SICOVAM), y estableció un sistema de depósito voluntario en este organismo, lo que dio lugar a la coexistencia de dos regímenes, al dividir los títulos cotizados en Bolsa en dos categorías, los depositados voluntariamente en SICOVAM y los no depositados, con dos sistemas de contratación y de ejercicio de los derechos.

Esta diversidad generaba grandes complicaciones en Francia, lo que llevó a los legisladores no sólo a simplificar la situación generalizando la inscripción en cuenta de los valores mobiliarios, sino al mismo tiempo y sobre todo, a controlar los patrimonios mobiliarios para la aplicación del impuesto sobre las grandes fortunas, para lo que dictó la Ley fiscal de 30 de diciembre de 1981, Loi de Finances para 1982. Esta norma marca el camino para la desaparición en Francia de los títulos y su sustitución por anotaciones en cuenta.

Según la Ley de 30 de diciembre de 1981, todos los valores mobiliarios emitidos en territorio francés y sometidos a la legislación francesa, sean nominativos o al portador, coticen o no en Bolsa, deben ser registrados (anotados) en cuentas llevadas por la persona jurídica emisora o por un intermediario autorizado para ello. Se produce de esta manera la

“desmaterialización de los valores mobiliarios”, reconocida y proclamada por la generalidad de la doctrina francesa¹⁶⁴.

Al desmaterializar los valores mobiliarios el título desaparece y el “valor” se refleja en la anotación en cuenta, lo que hace de este sistema un ejemplo claro de sistema sustitutivo.

5.1.2.3 El Sistema de los Estados Unidos de Norteamérica

Frente a los inconvenientes que se derivaron del empleo masivo de los títulos que se apreciaron especialmente a partir de la mitad de la década de los años sesenta del siglo veinte¹⁶⁵ se originó en Estados Unidos una reacción, y así a principios de los años setenta funcionaba en la Bolsa de Nueva York un depósito central de valores que sustituía las entregas materiales de títulos por anotaciones contables. Las anotaciones que realizaban en los registros de una clearing corporation reduciendo la cuenta de acciones del transmitente o pignorante e incrementando la del adquirente o acreedor pignoraticio se hacían equivaler a la entrega de títulos, siempre que se cumplieran las condiciones que exigió el Uniform Commercial Code (UCC), que traducido sería al Código Comercial Uniforme. Estas condiciones eran que el certificado de las acciones estuviera endosado en blanco o registrado a nombre de la sociedad o de un nominee.

En 1977 surgió la propuesta de suprimir los títulos-valores, y mediante la reforma del artículo 8 del UCC, en lo referido a la desmaterialización de los valores. El UCC, & 8-102-(1)-(b) recoge actualmente la posibilidad de emitir uncertificated securities, porque no se encuentran representados por medio de títulos y porque su transmisión se registra en libros llevados por el emisor u otra persona en su nombre. La regulación contenida en el citado artículo 8 parte de la base de la existencia de valores no representados por medio de documentos¹⁶⁶. Así el UCC prevé que la transmisión de un uncertificated security o la constitución de una prenda sobre él se producirá cuando se efectúe el registro de transmisión o la prenda. La anotación en los libros del emisor equivale, a la entrega

¹⁶⁴ Ibíd, pág. 74.

¹⁶⁵ IDEM.

¹⁶⁶ Ibíd, pág. 75.

material de los títulos. Sin embargo, no todos los Estados de la Unión han adoptado las variaciones realizadas en el artículo 8 del UCC, no existe una uniformidad total en los Estados Unidos.

Pero, esta uniformidad si existe en el Mercado de Deuda Pública (Treasury Securities, sean bills, notes o bonds) en donde la emisión y funcionamiento de la Deuda Pública Anotada tiene una regulación federal. En julio de 1986 fue aprobada la Ley de Deuda Pública que estableció que a partir de su publicación, toda la Deuda Pública fuera emitida únicamente bajo la forma de anotaciones en cuenta, sin posibilidad de conversión en títulos más que para las emisiones de fecha anterior. El sistema, se ha inspirado principalmente en las enmiendas introducidas en el artículo 8 del UCC, y permite la transmisión de Deuda Pública mediante simples anotaciones en la cuenta del adquirente y supone un ejemplo claro de desincorporación de los valores con el objeto de agilizar su circulación.

5.1.2.4 El Sistema Español

En España el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, estableció el primer intento serio de establecer un sistema “sustitutivo” al crear un sistema de anotaciones en cuenta en el que el título-valor es sustituido por la noción del derecho-valor, desapareciendo la representación física de los valores. El sistema tenía efectivamente un carácter sustitutivo, en cuanto que la anotación excluía toda simultánea incorporación del derecho a un título, aún inmovilizado. Pero hemos de señalar que este primer intento se limitó únicamente al ámbito de la Deuda Pública. La Ley 28/1988, de 28 de julio, Ley de Mercado de Valores, estableció en España el régimen actual de valores anotados extendiendo el sistema de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta a los valores cotizados en Bolsa y, a todo tipo de valores cuyos emisores así lo decidieran.

La Ley de Mercado de Valores, contenía únicamente los elementos fundamentales del régimen jurídico sustantivo de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, del diseño del sistema registral que implicaba y del modo en que debía producirse la transformación de los títulos en los casos en que ésta tuviera carácter puramente voluntario

como en aquellos casos en que resultara obligada. Posteriormente el Real Decreto 116/1992, de 14 de Febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles detalló los principios fundamentales del sistema de anotaciones en cuenta¹⁶⁷.

5.2 Concepto

Para el jurista costarricense Álvaro Hernández Aguilar la anotación en cuenta es un registro electrónico que representa derechos económicos o patrimoniales, de los cuales puede disponer su titular dentro de un mercado financiero o bursátil¹⁶⁸.

El jurista español J. Mejías Gómez define que la anotación en cuenta vendría a ser el apunte contable que materializado¹⁶⁹ a través de un sistema informatizado, previa la oportuna acreditación documental, atribuye el derecho real pleno, así como ciertos derechos reales limitados y otra de clase de gravámenes sobre valores negociables¹⁷⁰.

La anotación en cuenta se configura como una forma de representación de los valores negociables, que tiene una clara fundamentación en los principios registrales y que goza, sin embargo, de una identidad propia, que le permite distinguirse no solo de los títulos-valores, sino también del modelo de los registros jurídico-privados de bienes¹⁷¹.

La anotación en cuenta básicamente es la sustitución de un certificado por un registro electrónico, de forma tal que el título-valor se desmaterializa. La anotación en cuenta tiene la ventaja de disminuir el riesgo asociado al traslado de los títulos físicos por contingencias tales como robo, pérdida, hurto, además se mejora la exactitud a la hora de realizar las transacciones debido a que los valores se representan de manera electrónica, se reducen los

¹⁶⁷ *Ibíd*, pág. 76.

¹⁶⁸ A., Hernández Aguilar, *Op. Cit.*, pág. 150.

¹⁶⁹ No coincidimos con este Autor cuando expresa que el apunte contable se encuentra “materializado a través de un sistema informatizado”, debido a que ciertamente para realizar la anotación contable se necesita usar unos medios materiales, pero el valor negociable no se vincula a los elementos materiales, por tanto el valor negociable anotado en cuenta no se materializa.

¹⁷⁰ E., Cortés García, *Op. Cit.*, pág. 188.

¹⁷¹ A., Martínez-Echeverría y García de Dueñas, *Op. Cit.*, pág. 134.

costos de administración al no tener que manejar papel, y se disminuyen los plazos para el registro de cambios en la titularidad de los valores¹⁷².

Por tanto, la anotación en cuenta se presenta como una forma de representación de los valores fundamentada en los principios registrales que posteriormente estudiaremos, con una identidad propia y diferente de la de los títulos-valores y de la del modelo de los registros de bienes.

5.3 Naturaleza Jurídica

La doctrina, en su afán por configurar la naturaleza jurídica de la anotación en cuenta, dio lugar a soluciones diversas que, en un intento de simplificación, bien pudieran englobarse en dos grandes posturas.

La primera de ellas sería aquella *tesis que aboga por la asimilación de esta nueva figura, bien sea dentro del concepto de título-valor, o bien directamente relacionada con los principios del Derecho Registral, al tratarse de un nuevo registro jurídico de bienes*¹⁷³.

Los que defienden esta primera tesis en relación a su asimilación dentro del concepto de título-valor son: L. Angulo Rodríguez, Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano, M. A. Domínguez García, C. Paz Ares, y R. Pérez Escolar. Es opinión común de estos autores que, dado que la incorporación persiste, los valores anotados en cuenta no son sino un estadio evolucionado nada más en el desarrollo de la figura de los títulos-valores. De este modo no es necesario hablar de derechos-valores, Wertrechte, cuando queramos hacer referencia a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta. La razón que más fuerza parece tener según este sector es que, si se desligaran las anotaciones en cuenta de la categoría general de los títulos-valores, se estaría renunciando globalmente a la doctrina y regulación aplicables a los títulos-valores desde hace más de un siglo. Pérez

¹⁷² Monografía para optar al título de Licenciado en Derecho, S., Maltez Tapia, Análisis Jurídicos de la Compensación y Liquidación de Valores en Nicaragua (mayo 2002-Agosto2003), Universidad Centroamericana, Managua, mayo 2003.

¹⁷³ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., págs. 63 y 65.

Escolar afirma que lo único que ha cambiado en muchos casos es que el derecho no se incorpora a un “documento” en el sentido tradicional del término, un papel que recoge determinadas manifestaciones de voluntad suscritas por quien formula, sino a otro medio o soporte de naturaleza informática, pero tan físico como el papel. Y manifiesta la siguiente comparación no en vano la electricidad y la electrónica son disciplinas integradas en la física.

Entre los partidarios de la asimilación de ésta a los principios del Derecho Registral se encuentran: L. Fernández del Pozo, y V. Santos Martínez, los que expresan que según esta tesis las anotaciones en cuenta son un nuevo registro jurídico, pero teniendo en cuenta que la anotación en cuenta se acerca más a la inscripción en el Registro de la Propiedad que a un título-valor y, por tanto, ha de ser el Derecho Registral el derecho supletorio, con algunas adaptaciones.

La segunda tesis se plantea en favor de la *autonomía de la anotación en cuenta en cuanto categoría jurídica nueva*¹⁷⁴. Parece ser, a priori, esta teoría la más acertada, en primer lugar, porque entendemos que pese a que la función económica de la anotación en cuenta sea similar a la del título-valor, éstas son, realidades distintas que obligan a un tratamiento jurídico distinto; en segundo lugar, porque, aún en el caso de que aceptáramos la posibilidad de que los problemas que puedan plantearse, similares o no, puedan ser resueltos con el recurso al régimen de los títulos-valores, no es posible mantener que sea éste el único elemento integrador al que puede el jurista acudir ante posibles lagunas normativas.

Además, expresa Martínez-Echeverría y García de Dueñas¹⁷⁵, que la función económica desempeñada por los títulos-valores (títulos de inversión o títulos del mercado de capitales) y por los valores anotados en cuenta es muy semejante. Esto nada tiene de sorprendente, pues los valores anotados en cuenta fueron creados por el legislador español para cumplir la misma función económica que los títulos-valores, pero por medio de una instrumentación

¹⁷⁴ *Ibíd.*, pág. 65.

¹⁷⁵ A., Martínez-Echeverría y García de Dueñas, *Op. Cit.*, pág. 156.

jurídica técnicamente más perfecta. La función o servicio que prestan ambos instrumentos es *constituirse en vehículo que permita la circulación ágil y segura de derechos*, fundamentalmente el crédito, además, de modo indirecto, también constituyen un incentivo para la inversión y un medio para facilitar la desinversión. Pero, el citado autor insiste que de ningún modo estas dos similitudes, la similitud en la función económica y en el régimen, significan que la naturaleza jurídica de los valores anotados ha de ser la de los títulos-valores.

Además, haciendo nuestras las palabras de Francisco González Castilla¹⁷⁶ hemos de destacar que en su *aspecto funcional*, se pretende facilitar la agilidad y seguridad del tráfico jurídico mercantil, en plena coincidencia con la función que tradicionalmente han desarrollado los títulos-valores, y en su *aspecto estructural*, la representación de los derechos mediante anotaciones en cuenta, supone una técnica que recurre a la inscripción en un registro contable.

Por último hemos de manifestar que compartimos la opinión de los juristas que entienden que las anotaciones en cuenta no pueden ser concebidas ni como una subespecie de los títulos-valores, ni como un nuevo registro mobiliario, pero hemos de denotar que la anotación en cuenta comparte idéntica función que el título-valor: “la del fin de la protección del tráfico de los derechos¹⁷⁷”.

5.4 Características

5.4.1 Irreversibilidad de la representación de valores por anotaciones en cuenta

En el párrafo segundo del artículo 137 de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, se manifiesta que la representación mediante anotaciones en cuenta es irreversible, mientras que la representación por medio de títulos-valores es reversible a su representación mediante anotaciones en cuenta. El legislador nacional deja en libertad la

¹⁷⁶ F., González Castilla, Op. Cit., pág 423.

¹⁷⁷ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 68.

decisión del emisor si desea representar los valores a través de anotaciones en cuenta, o bien, mediante títulos-valores, en el primer caso éste no podrá revertir su decisión, debido a que la ley expresa su irreversibilidad, pero en el segundo caso si puede ser revertida ésta.

5.4.2 Su codificación y carácter contable

Los derechos anotados en cuenta son valores codificados informáticamente, siendo un resultado de la combinación de una serie compleja de dígitos alfanuméricos cuya principal función es identificar las distintas circunstancias que acompañan al derecho instrumentado, así como a su concreción, en la medida en que se trata básicamente de datos referenciados en el contenido del documento de la emisión de valores.

Estos valores son identificados a partir de un complejo código alfanumérico, denominado código valor¹⁷⁸, que refleja en todo momento, el emisor, la emisión, la clase y el número de valores de cada clase y su titularidad¹⁷⁹.

En consecuencia, los valores anotados en cuenta son derechos inmaterializados, esto es, derechos en estado puro desprovistos de elementos materiales sobre los que se haga tangible la actividad de administración que requiere su capacidad productiva.

5.4.3 Su inmaterialidad

El medio de representación contable del valor no altera la naturaleza inmaterial esencial del derecho instrumentado (Wertrechte). En el sistema de anotaciones en cuenta español el valor o derecho instrumentado se representa por medio de códigos informatizados que asignan a cada clase de valor una identificación codificada (Código Valor). No es necesaria la incorporación a ningún medio material para la representación del valor, que conserva su naturaleza intrínseca de derecho. El titular de los derechos anotados en cuenta es

¹⁷⁸ Los antecedentes de los códigos de valor se remontan a los años 60 en España. El sistema de código único fue gestionado por el banco de España y fue utilizado como medio de identificación de los valores en los intercambios de información que se producía entre emisoras, depositarias y pagadoras.

¹⁷⁹ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 72.

considerado titular de derechos de crédito, cuyo soporte permite la identificación de su valor patrimonial por medio de un sistema de codificación asignado por el sistema a cada clase de valor integrado.

En el Derecho alemán, la doctrina más consolidada se inclina por entender que los valores desmaterializados o Wertrechte¹⁸⁰ son valores inmateriales (unverkorperte Effekten) que se contraponen a los Wertpapiere, considerados bienes materiales o cosas y a sus titulares como propietarios. Por su parte en el Derecho Francés la desmaterialización de los valores tiene su culminación en el denominado “valeur scriptulare”. Este tipo de valores es contabilizado a través de cuentas cuya gestión corresponde al tenedor de la cuenta y su carácter fungible le otorga la condición de derecho de crédito sobre cosa genérica¹⁸¹.

En cuanto a los derechos de crédito los valores anotados en cuenta, no son susceptibles de individualización a través de una numeración que relacione titularidad con codificación al modo de los títulos-valores; estos valores son identificados a partir de un complejo número alfanumérico que refleja, en todo momento, el emisor, la emisión, el número de valores de cada clase, y la clase, incluidos en el código valor, y su titularidad, de tal forma que el titular de un valor anotado en cuenta lo es de un derecho de crédito que reúna las mismas condiciones que las que aparecen reflejadas en la anotación contable, o lo que es igual, acreedor de una cantidad equivalente al valor nominal que refleje. El titular de un valor anotado en cuenta es un acreedor contable frente a la entidad emisora, titular de un derecho de crédito sobre cosa genérica a una parte equivalente al valor nominal que resulte de su posición contable, y al ser los derechos valores fungibles el registro debe reflejar el saldo de valores fungibles que le pertenecen a cada titular¹⁸².

¹⁸⁰ Los Wertrechte son valores registrados o contabilizados a través de inscripciones, que confieren a su titular una cuota proporcional a su valor nominal ejercitable frente a la entidad emisora, y cuya fungibilidad permite una administración conjunta por una misma entidad administradora.

¹⁸¹ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 77.

¹⁸² IDEM.

5.4.4 Su fungibilidad

Las anotaciones en cuenta se caracterizan por representar necesariamente derechos fungibles¹⁸³. La fungibilidad de los valores representados contablemente requiere que se trate de valores de una misma emisión que tengan unas mismas características, y así se señala en el párrafo segundo del artículo 11 de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales que expresa: “Se considerarán emisiones de valores en serie, las emisiones de valores, provenientes de un mismo emisor que sean homogéneas y fungibles entre sí”.

Por tanto, deben de extraerse del concepto de fungibilidad, todas aquellas diferencias entre derechos de una misma emisión que, por diferir entre sí, impiden la identidad o completa igualdad entre derechos, tales como el importe unitario de los valores, el procedimiento de colocación o fraccionamiento de la emisión en tramos reservados a determinados inversores, o las diferencias temporales en la colación de valores¹⁸⁴.

5.4.5 Derechos de crédito no susceptibles de individualización

El derecho anotado, en cuanto derecho de crédito, no es susceptible de individualización a través de una numeración que relacione titularidad con codificación al modo de los títulos-valores. Ello significa que quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores¹⁸⁵.

5.4.6 Carácter esencialmente nominativo

Dada la ausencia en el sistema de anotaciones en cuenta de un mecanismo de legitimación real, pues no hay “res” (cosa) que sirva de soporte al valor, la legitimación del titular se establece sobre fundamentos distintos a la posesión. De manera concreta a través de los

¹⁸³ Así lo señala el artículo 17 del Real Decreto 116/1992 del Derecho Español al establecer que: “los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible”.

¹⁸⁴ F., González Castilla, Op. Cit., pág. 79.

¹⁸⁵ I., Rodríguez Martínez, Op. Cit., pág. 80.

datos del registro contable en los que consta la identidad del titular de los valores, datos que son necesariamente conocidos por la entidad autorizada para llevar el registro contable¹⁸⁶.

5.5 Transformación de los Títulos-Valores en Anotaciones en Cuenta

En el párrafo segundo del artículo 137 de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales se establece que: "...La representación de valores desmaterializados será irreversible. La representación por medio de documentos físicos podrá convertirse a valores desmaterializados...". Según lo anteriormente señalado podemos determinar que los valores anotados en cuenta son irreversibles mientras que los títulos-valores pueden ser reversibles, es decir, pueden ser representados mediante anotaciones en cuenta, pero nos encontramos con el inconveniente de que en nuestro Proyecto de Ley no se expresa cual debe de ser el procedimiento a seguir para que un título-valor que ha sido depositado en una Central de Valores pueda convertirse en una anotación en cuenta, y además, no se elaborado su respectivo Reglamento.

En el artículo Arto 208 de nuestro Proyecto de LMC se expresa que la Superintendencia queda expresamente habilitada para dictar todas las normas generales y, demás disposiciones ejecutivas que resulten necesarias para dar adecuado cumplimiento a los preceptos de esta Ley. Las normas generales deben de quedar promulgadas de acuerdo con las formalidades previstas en ella, dentro del plazo de doce meses contados desde la fecha de la publicación de esta Ley. El Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras, por decisión motivada puede prorrogar el plazo antes mencionado hasta por un término de doce meses. Por ello, le corresponde a la Superintendencia de Bancos dictar el procedimiento a seguir para que un título-valor una vez depositado pueda ser representando a través de una anotación en cuenta, y por motivos de nuestro estudio consideramos que podemos aportar a este procedimiento expresando que se puede llevar a cabo de la siguiente manera:

¹⁸⁶ E., Cortés García, Op. Cit., pág. 191.

1. Debe de existir un acuerdo entre la entidad emisora y la entidad o entidades encargadas del registro contable de los títulos-valores para que éstos sean transformados en anotaciones en cuenta.

2. En este acuerdo de transformación la entidad emisora debe de establecer un plazo prudencial para la presentación de los títulos ante la o las entidades que llevan el registro contable. Este plazo se deberá de publicar en La Gaceta, Diario Oficial, y en alguno de los diarios de circulación en el departamento en que la entidad emisora tenga su domicilio. En caso de no ser presentados los títulos dentro del plazo establecido éstos quedaran automáticamente anulados.

3. La Entidad emisora debe de ir presentando los títulos-valores ante la entidad o entidades encargadas de la llevanza del registro contable, para que éstas practiquen las inscripciones a favor de quienes aparezcan como titulares en sus registros.

4. Con la finalidad de evitar la duplicidad una vez presentado el título y transformado, la entidad encargada de su registro contable procederá a la destrucción de los títulos recogidos, extendiendo un documento en el que se tendrá que hacer constar su destrucción, el que debe de ser firmado por representantes de la o las entidades encargadas y de la entidad emisora. Si la entidad encargada optará por no destruir algún título se tiene que hacer figurar en el propio título su anulación.

5.6 La Prenda de los Valores Anotados en Cuenta

El artículo 3728 de nuestro Código Civil expresa que: “El deudor puede asegurar el cumplimiento de su obligación entregando al acreedor o a quien le represente, algún objeto mueble para que le sirva de garantía. Esto es lo que se denomina prenda”. En nuestra legislación el contrato de prenda es de carácter real, por tal razón se perfecciona con la entrega de la cosa.

Pero, se regula con carácter general en el último párrafo del artículo 150 de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales que: “La constitución de cualquier clase de gravamen sobre valores desmaterializados o físicos depositados, deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente equivaldrá al desplazamiento posesorio del título. La constitución del gravamen será oponible a terceros desde que se haya practicado la inscripción”.

La constitución de un derecho real de prenda sobre un saldo de deuda anotada pasa por dos momentos diferenciados. Un primer momento esta constituido por la formalización del contrato de garantía, estipulado entre el pignorante (deudor o un tercero) y el acreedor pignoraticio, y un segundo momento que se constituye por el procedimiento registral determinante de la “perfección del contrato de garantía¹⁸⁷”.

Además, por tratarse de prenda sobre un derecho de crédito no cartular, es evidente que, por la propia naturaleza incorporal de éste, no hay posibilidad de entrega de la posesión. Por lo que el derecho real de prenda se produce no por atender el presupuesto del desplazamiento posesorio, sino por establecer mecanismos que permitan el cumplimiento de la finalidad de ese desplazamiento posesorio, de ahí que sea necesario acudir a un posesión impropia, esto es, aquella que tiende lograr la inmovilización del derecho de crédito y con el mismo poner al derecho en un estado de hecho que impidiera realizar el crédito a persona distinta del acreedor pignoraticio¹⁸⁸.

Por otra parte, el legislador nicaragüense ha dejado sentado el efecto erga omnes de esos gravámenes al establecer que: “La constitución del gravamen será oponible a terceros desde que se haya practicado la inscripción”. Esta eficacia erga omnes significa dos cosas: 1. Que la prenda es oponible frente a los acreedores del constituyente, y 2. Que es oponible ante los terceros adquirentes de los valores.

¹⁸⁷ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág. 231.

¹⁸⁸ *Ibíd*, pág. 232.

La oponibilidad frente a los acreedores del constituyente significa que los acreedores personales del pignorante habrán de pasar por el derecho preferente del acreedor pignoraticio, que ésta facultado para satisfacer su crédito con el importe obtenido de la enajenación de los valores empeñados con exclusión de cualquier otro acreedor (hasta la concurrencia de su derecho). Esta circunstancia tiene dos aplicaciones importantes: Por un lado, en los procedimientos concursales, en lo que el acreedor pignoraticio de una prenda de anotaciones gozará del derecho de separación y de abstención. Y por otro, en la ejecución individual de los terceros no preferentes, en la que parece que la existencia de la prenda debe neutralizar los embargos de éstos.

Y la oponibilidad frente a terceros adquirentes de los valores nos presenta el problema de saber si el acreedor pignoraticio se encuentra protegido frente a un tercero que adquiriese la propiedad de los valores sin conocer la existencia del gravamen, pero frente a este problema hemos de responder que es imposible la existencia de una prenda de anotaciones con respecto a que un tercero pueda ser considerado de buena fe.

Lo cierto es que en la prenda de valores anotados el acreedor pignoraticio no tiene la posesión de estos valores dado que, por naturaleza, son casos no posibles, por lo que no se produce un verdadero traspaso posesorio. En ese sentido la prenda de valores anotados es una *prenda registral*¹⁸⁹, cuya constitución y gestión se realiza a través de un registro.

5.7 El Registro de Anotaciones en Cuenta

El registro de anotaciones en cuenta es un registro jurídico de valores. Es un registro jurídico con eficacia sustantiva tanto inter partes como frente a terceros. No es un simple registro administrativo, aunque se establece en los artículos 7 y 148 de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales que el acuerdo de emisión de valores debe de inscribirse en el Registro de Valores de la Superintendencia, porque su finalidad no es el mero archivo de datos que coadyuven a una actuación objetiva y eficaz de la Administración. Los registros administrativos no son registros de publicidad en sentido estricto, sino que la finalidad que

¹⁸⁹ E., Cortés García, Op. Cit., pág. 273.

los anima es más bien de archivo, repertorio o colección de datos a efectos estadísticos o de conocimiento por parte de la Administración, y normalmente no afectan a la eficacia sustantiva de la relación jurídica, en cambio, los registros jurídicos son instrumentos de publicidad, con eficacia material o sustantiva sobre los derechos de las personas y su vida en el tráfico jurídico¹⁹⁰.

Existen dos importantes diferencias entre el régimen del registro de anotaciones en cuenta y el régimen del registro inmobiliario: 1) en primer lugar, la transmisión de los bienes inmuebles se puede realizar extrarregistralmente, mediante título (contrato) y modo (escritura pública o puesta en posesión), mientras que en el registro de anotaciones en cuenta vale como título un contrato consensual, pero el modo de transmisión sólo puede ser la inscripción en el mismo; 2) en segundo lugar, el registro de anotaciones en cuenta no es un registro público, sino que sólo tienen acceso al mismo los titulares de sus inscripciones que pueden dar a conocer su contenido a terceros mediante “certificados de registro”¹⁹¹.

Las características del registro contable de valores anotados en cuenta son:

- a) La inscripción no es una constancia registral inmutable, sino que con esa expresión se hace referencia a una operación de abono / adeudado en cuentas.
- b) El registro no lo es de “valores” individualizados o identificables, sino de los saldos pertenecientes a cada titular en un momento determinado.

Sostiene González Castilla¹⁹² como características del registro, las siguientes:

- a) No corresponde a un registro histórico: en cuanto registro de saldos, el registro de las acciones anotadas mostrará siempre titularidades presentes.
- b) No se trata de un registro de cosas determinadas: no existe la inscripción de una emisión con unidad de “folio” en el que se enumeran los titulares sucesivos, sino que el elemento aglutinante es el titular.

¹⁹⁰ Ibíd, pág. 211.

¹⁹¹ F. Vicent Chuliá, Op. Cit. Pág. 817.

¹⁹² A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág. 254.

c) En el proceso de transmisión de las acciones, la anotación no es una inscripción registral en sentido tradicional, sino que se trata de la variación del saldo de valores que corresponden al vendedor o comprador de los mismos.

5.7.1 Los Principios Registrales del régimen de Anotaciones en Cuenta

El sistema de registro contable, utilizado como soporte de los valores sin título, va a someter a éstos a un tratamiento semejante al Derecho inmobiliario registral. Recordemos que el legislador optó por huir, por razones bien conocidas, de los inconvenientes del soporte de papel “incorporante del derecho” y que ha recurrido a otro soporte, proporcionado por los actuales procedimientos tecnológicos.

Sin embargo, la doctrina¹⁹³ sostiene que a la hora de establecer la urdimbre de este nuevo tráfico jurídico informatizado, se ha servido de los esquemas básicos del ordenamiento jurídico inmobiliario registral, informados por los principios de prioridad, principio de legitimación, principio de tracto sucesivo, y fe pública registral o protección al adquirente de buena fe.

5.7.1.1 Principio de Prioridad

La prioridad nos indica que el primero en el tiempo debe de ser el primero en derecho, “*prior in tempore, potior in iure*”¹⁹⁴. La naturaleza de esta prioridad está establecida desde la cronología del Registro. La prioridad registral debe de prevalecer sobre la prioridad sustantiva o material.

La entidad encargada del registro debe dar preferencia cronológica a la petición según el momento de su recepción, con independencia de la fecha del acuerdo entre las partes para inscribir o del negocio transmitivo subyacente. Se concibe por tanto como una regla dirigida a la entidad encargada, para que una vez que se realice cualquier inscripción no

¹⁹³ *Ibíd.*, pág. 242.

¹⁹⁴ *Ibíd.*, pág. 250.

practique ninguna otra respecto de los mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior¹⁹⁵.

El principio de prioridad sirve de criterio útil para establecer la subordinación de un derecho a otro y su distinto rango. Ofrece una eficacia excluyente, cuando se trata de derechos incompatibles, que produce el cierre del registro para quien llega después y ya no puede inscribir su adquisición. Pero en caso de derechos compatibles ofrece una eficacia preferente, en que el primero prevalece sobre el segundo. Así el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo la entidad encargada practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación. La fecha a tener en cuenta a los efectos de la prioridad, sería la de la recepción de la orden de inscripción por la entidad encargada de la llevanza del registro.

5.7.1.2 Principio de Legitimación

Se establece la presunción legal de que los derechos inscritos existen válidamente y pertenecen a su titular en la forma escogida en el registro contable. Lo inscrito se presume exacto y válido, si bien la realización de la inscripción no convalida las posibles causas de nulidad de la transmisión con arreglo a las leyes¹⁹⁶. La legitimación la podemos clasificar de dos maneras: 1. La legitimación activa y 2. La legitimación pasiva.

1. Legitimación Activa: En los valores anotados en cuenta a diferencia de los títulos-valores "*legitimación ex charta o mejor ex chartula*" entra en juego una legitimación registral "*ex tabula*¹⁹⁷". La inscripción de la titularidad en el registro contable va a atribuir al titular la legitimación, de modo semejante a lo que ocurre con la inscripción de los derechos reales en el Registro de Propiedad. En efecto, el artículo 151 de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales establece que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable de un depositante, se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá

¹⁹⁵ E., Cortés García, Op. Cit., pág. 213.

¹⁹⁶ E., Cortés García, Op. Cit., pág. 214.

¹⁹⁷ A., Hernández Aguilar, Op. Cit., pág. 243.

exigir que se realicen a su favor las prestaciones a que da derecho el valor desmaterializado o físico. Los efectos que introduce la legitimación según De Ángulo Rodríguez¹⁹⁸ a través de los asientos del Registro actúan en un triple plano: a) La inscripción previa a su favor, es requisito ineludible para la transmisión y el ejercicio de los derechos que correspondan a su titular, b) Esa inscripción determina legitimación activa para el ejercicio de los derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta, puesto que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presume titular legítimo del valor y puede exigir de la entidad emisora que realice a su favor las prestaciones correspondientes, y c) Esa inscripción determina igualmente la legitimación pasiva, en cuanto que la entidad emisora se liberará realizando la prestación, de buena fe y sin culpa grave, a favor de quien figure legitimado por tales asientos, aunque no fuere titular del valor.

2. Legitimación Pasiva: Nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales recoge el principio de legitimación pasiva en el citado artículo 151 expresando que la entidad emisora que de buena fe y sin culpa grave, entendiéndose como culpa grave el descuido o desprecio absoluto en la adopción de las precauciones más elementales para evitar un daño, realice la prestación en favor del legitimado, se liberará de responsabilidad aunque éste no sea el titular del valor, con lo cual resulta evidente que la cuestión se manifiesta dependiendo del conocimiento del titular registral. Por tanto, la actuación en cuanto formalmente apoyada en lo que el registro determina y materialmente conducida de buena fe, debe ser así objeto de la correspondiente protección del ordenamiento jurídico, la que se traduce en la liberación de la entidad que realiza la prestación en esas condiciones.

5.7.1.3 Principio de Tracto sucesivo

Este principio supone que los sucesivos titulares del dominio o derecho real registrado sigan los unos a los otros convenientemente eslabonados, de modo que el transferente de hoy sea el adquirente de ayer y el titular inscrito actual sea el transferente mañana¹⁹⁹. Lo cual significa que el mantenimiento del orden regular de los titulares registrales sucesivos,

¹⁹⁸ *Ibíd.*, pág. 248.

¹⁹⁹ *Ibíd.*, pág. 251.

de manera que todos los actos dispositivos forman un encadenamiento perfecto, apareciendo registrados como si se derivaran los unos de los otros sin solución de continuidad.

El tracto sucesivo presenta ahora una natural aplicabilidad cuando se trate de los valores cuya representación se apoya en un registro contable. Precisamente el artículo 151 in fine del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales establece que: “Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que corresponden al titular, será precisa la inscripción previa a su favor en el respectivo registro contable”.

En los valores anotados en cuenta debe de prevalecer que si una adquisición de valores ha llegado al registro prevalece esta titularidad registrada sobre un derecho que, aunque se hallara apoyado en un acto producido en la realidad extrarregistral con anterioridad a aquélla inscripción, no hubiera accedido aún al registro²⁰⁰.

5.7.1.4 Fe pública registral o principio de protección al tercer adquirente

Podría parecer impropio hablar de fe pública registral cuando se trata de un registro de valores anotados en cuenta. Precisamente el principio sujeto a análisis se determina en nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales en el párrafo segundo del artículo 150 que reza: “La transmisión será oponible a terceros desde que se haya practicado la inscripción, el tercero que adquiera a título oneroso, valores desmaterializados o físicos depositados de la persona que, según los asientos del registro contable aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, de no ser que en la adquisición haya obrado con dolo o culpa grave”.

La posición jurídica del tercer adquirente se apoya no en un título o documento sino en la inscripción registral, como ocurre con el tercero en una hipoteca, más en ambos casos se trata de proteger el tráfico mercantil²⁰¹.

²⁰⁰ *Ibíd.*, pág. 252.

²⁰¹ *Ibíd.*, pág. 253

Al igual que en materia estrictamente cambiaria, quien adquiere conforme al registro ostenta una adquisición a non domino. El propio contenido del artículo 150 configura su inmunidad frente a una posible acción reivindicatoria, pues se alude expresamente a la adquisición para el producida. En el sistema de anotaciones en cuenta, la inscripción suple a la tradición y completa el fenómeno jurídico traslativo.

5.8 La Anotación en Cuenta en nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales

El objeto de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales es regular los mercados de valores, las personas naturales y jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos, debiendo promover las condiciones de transparencia y competitividad que hagan posible el buen funcionamiento del mercado, a través de la difusión, de cuanta información resulte necesaria para este fin, procurando la protección de los inversionistas²⁰².

Además, se establece en nuestro Proyecto de Ley que una oferta pública de valores es todo ofrecimiento, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados. Asimismo, se entiende por valores, los títulos-valores y cualquier otro derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento, que por sus características jurídicas propias y régimen de transmisión puedan ser objeto de negociación en un mercado bursátil²⁰³.

Únicamente pueden ser objeto de oferta pública los valores emitidos en serie. Para efectos de esta Ley, se debe entender que el concepto de valor seriado es igual al de valor estandarizado. Se consideran emisiones de valores en serie, las emisiones de valores, provenientes de un mismo emisor que sean homogéneas y fungibles entre sí. Los valores emitidos individualmente, o emitidos en conjunto con otros, pero sin que constituyan valores en serie, pueden emitirse de conformidad con la legislación mercantil aplicable, pero no pueden ser objeto de oferta pública²⁰⁴.

²⁰² Artículo 1 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²⁰³ Artículo 2 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²⁰⁴ Artículo 11 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

Es necesario mencionar que para poder realizar una Emisión de Valores, se debe de hacer uso de garantías sobre la emisión, cada emisión puede garantizarse adicionalmente mediante los instrumentos usuales como hipoteca o prenda, estos valores deben de estar depositados en una entidad financiera fiscalizada por la Superintendencia o en una Central de Valores. También pueden garantizarse mediante prenda sin desplazamiento o garantía de entidades autorizadas para el efecto. En estos casos, el Superintendente puede fijar límites al monto de la emisión en relación con el valor de las garantías²⁰⁵.

Los Mercados Secundarios de Valores son organizados por las Bolsas de Valores, previa autorización del Consejo Directivo de la Superintendencia. En tales mercados, únicamente pueden negociarse y ser objeto de oferta pública las emisiones de valores inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia²⁰⁶.

Debemos mencionar que la celebración de los Contratos de Bolsa se lleva a cabo en las Bolsas de Valores por medio de Puestos de Bolsa, que tengan como objeto valores admitidos a negociación en una Bolsa de Valores. Las partes se obligan a lo expresado en los contratos de Bolsa y a las consecuencias que se deriven de la equidad, la Ley, los reglamentos y usos de la Bolsa. Los contratos de Bolsa deben ser interpretados y ejecutados de buena fe. Las bolsas pueden suspender los contratos bursátiles²⁰⁷.

En nuestro Proyecto de Ley se regula que el Reporto es un contrato por el cual el reportado traspasa en propiedad, al reportador, títulos-valores de una especie dada por un determinado precio, y el reportador asume la obligación de traspasar al reportado, al vencimiento del plazo establecido, la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie, contra el reembolso del precio, quedando el reportado obligado a reembolsar el precio, que puede ser aumentado o disminuido en la medida convenida. Este contrato se perfecciona con la entrega de los títulos, o bien conforme las disposiciones relativas a los valores desmaterializados²⁰⁸.

²⁰⁵ Artículo 27 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²⁰⁶ Artículo 30 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²⁰⁷ Artículo 50 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²⁰⁸ Artículos 58 y 61 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

Es necesario conocer que en el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales se crean los Fondos de Inversión los cuales son patrimonios separados pertenecientes a una pluralidad de inversionista, y estos deben de ser administrados por las sociedades administradoras reguladas de fondos para ser invertidos en la forma prevista en el respectivo prospecto. La representación de las participaciones de los inversionistas en cualquier fondo están representados por los certificados de participación, denominadas también participaciones; cada uno va a tener igual valor nominal y condiciones o características idénticas para sus inversionistas. Estas participaciones van a ser emitidas a la orden, con o sin vencimiento dependiendo del tipo de fondo y, pueden ser llevadas mediante anotaciones electrónicas en cuenta²⁰⁹.

Otra figura que se encuentra relacionada a las anotaciones en cuenta son los Fondos de Titularización, lo cuales son patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica que están integrados, en cuanto a su activo, por paquetes inmodificables de alguno de los elementos o flujos titularizables mencionados en los artículos 111 y 112 del Proyecto de LMC, en cuanto a su pasivo, por los valores emitidos con su respaldo, que tampoco pueden ser objeto de ampliación. En cuanto a los valores emitidos por los fondos de titularización, estos se representan exclusivamente mediante anotaciones electrónicas en cuenta y las sociedades administradoras de dichos fondos deben de solicitar, salvo las excepciones previstas en esta Ley o que por norma general pueda establecer el Consejo Directivo de la Superintendencia, su admisión a negociación en un mercado secundario organizado²¹⁰.

La representación de las emisiones de valores inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia, pueden estar representadas mediante documentos físicos denominados valores físicos o, por registros electrónicos denominados valores desmaterializados. La modalidad de representación elegida debe de hacerse constar en el propio acuerdo de emisión y aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión. En cuanto a la representación de valores desmaterializados, diremos que esta es irreversible, en cambio la

²⁰⁹ Artículos 71 y 86 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²¹⁰ Artículos 114 y 121 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

representación por medio de documentos físicos puede convertirse a valores desmaterializados. El Consejo Directivo de la Superintendencia, puede establecer con carácter general o para determinadas categorías de valores, que la representación por medio de registros electrónicos constituya una condición necesaria para la autorización de oferta pública²¹¹.

Se debe señalar que el Consejo Directivo de la Superintendencia va a normar la organización y el funcionamiento de los registros, los sistemas de identificación y el control de los valores, así como las relaciones y comunicaciones de las entidades encargadas de tales registros con los emisores y las bolsas de valores. Asimismo, debe velar por la certeza y exactitud de los mecanismos empleados en los procedimientos de cobro, compensación, transferencia y liquidación de dichos valores, salvaguardando, en todo momento, el interés de los inversionistas, la transparencia del mercado y la confianza del público²¹².

Es importante señalar que únicamente pueden ser negociados en las Bolsas de Valores autorizadas, los valores depositados o administrados en registro en una Central de Valores²¹³.

El registro contable de los valores que se encuentren inscritos en el Registro de Valores de la Superintendencia debe ser llevado por un sistema de dos niveles:

a) Primer nivel: se constituye según los lineamientos definidos por la Superintendencia por las siguientes entidades:

1. El Banco Central de Nicaragua será el responsable de administrar el registro de las emisiones del Estado y de las instituciones públicas, pudiendo delegar la administración de dicho registro en cualquiera de las Centrales de Valores autorizadas. En este caso, un representante designado por el Consejo Directivo del Banco Central se deberá considerar como miembro propietario de la Junta Directiva con voz y voto. Asimismo, la Central de Valores delegada deberá cumplir con las demás condiciones establecidas en la resolución que el Consejo Directivo del Banco Central dicte, respecto de la administración del registro de valores del Estado.

²¹¹ Artículo 137 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²¹² Artículo 143 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²¹³ Artículo 144 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

2. Las Centrales de Valores autorizadas serán las responsables de administrar el registro de las emisiones privadas; para esto, podrán brindar además, el servicio de administración y custodia de los libros de registro de los accionistas de dichos emisores.

b) El segundo nivel: estará constituido por los depositantes de las Centrales de Valores²¹⁴.

Sobre las Anotaciones en registro, debemos señalar que las Centrales de Valores van a llevar las anotaciones correspondientes a la totalidad de los valores desmaterializados, inscritos en el Registro de Valores de la Superintendencia. Para tal efecto, al igual que para los títulos físicos depositados en una central de valores se mantendrán dos tipos de cuentas por cada depositante: uno para los valores por cuenta propia y el otro para los valores por cuenta de terceros. Los depositantes llevarán las anotaciones de las personas naturales o jurídicas que no estén autorizadas para participar como depositantes de las centrales de valores. La suma total de los valores de terceros representados por las anotaciones que lleve un depositante en todo momento, deberá ser la contrapartida exacta de la suma correspondiente a valores por cuenta de terceros que dicha entidad tenga, en una de las Centrales de Valores²¹⁵.

Es importante mencionar que la falta de práctica de las inscripciones, las inexactitudes, los retrasos en ellas y, en general, la inobservancia de las normas de organización y funcionamiento de los registros y sistemas de identificación, así como el control de los valores físicos y desmaterializados darán lugar a la responsabilidad civil de las Centrales de Valores y de sus depositantes, según corresponda, frente a quienes resulten perjudicados. Lo anterior, sin perjuicio de las sanciones disciplinarias o penales que también fueren aplicables²¹⁶.

Como es sabido existe un acuerdo para emitir valores, que se desarrolla de la siguiente manera: Toda emisión de valores representada por cualquier medio, debe de ser acordada por la Junta Directiva o la Asamblea de Accionistas de la sociedad emisora, según

²¹⁴ Artículo 145 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²¹⁵ Artículo 146 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²¹⁶ Artículo 147 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

corresponda y conforme a sus estatutos. El acuerdo debe de contener la indicación precisa del monto y las condiciones de la emisión, así como los demás requisitos que el Consejo Directivo de la Superintendencia establezca por norma general. El acuerdo respectivo debe de ser inscrito en el Registro de Valores de la Superintendencia. En el caso del Estado y las instituciones públicas, el monto y las demás condiciones de la emisión se indicarán en un extracto que deberá publicarse en La Gaceta, Diario Oficial, sin perjuicio de las demás leyes que resulten aplicables²¹⁷.

Los valores desmaterializados se constituirán en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, mientras que los suscriptores de valores físicos tendrán derecho a que se practiquen a su favor libre de gastos, las correspondientes inscripciones cuando se pase a la representación electrónica. El Consejo Directivo de la Superintendencia puede dictar las normas generales necesarias para garantizar la fungibilidad de los valores para los efectos de la compensación y liquidación²¹⁸.

De igual forma en lo referente a la transmisión de valores ya sea desmaterializados o físicos depositados en una Central de Valores, tendrá lugar por su inscripción en el correspondiente registro contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. Las Centrales de Valores y sus depositantes deberán mantener bitácoras y otros documentos probatorios de las inscripciones practicadas al amparo de esta Ley, de conformidad con las normas generales que emita el Consejo Directivo de la Superintendencia²¹⁹.

La transmisión va a ser oponible a terceros desde que se haya practicado la inscripción; el tercero que adquiera a título oneroso, valores desmaterializados o físicos depositados de la persona que, según los asientos del registro contable aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, de no ser que en la adquisición haya obrado con dolo o culpa grave. La entidad emisora, sólo podrá oponer frente al adquirente de buena fe de valores desmaterializados o físicos depositados, las excepciones que se desprendan de la

²¹⁷ Artículo 148 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²¹⁸ Artículo 149 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²¹⁹ Artículo 150 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

inscripción y del contenido del acuerdo de emisión, así como las que habría podido oponer en caso de que los valores estuvieran representados por medio de títulos, esto último en cuanto sea racionalmente aplicable dada la naturaleza desmaterializada de los valores representados por medio de registro electrónico. La constitución de cualquier clase de gravamen sobre valores desmaterializados o físicos depositados, deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente equivaldrá al desplazamiento posesorio del título. La constitución del gravamen será oponible a terceros desde que se haya practicado la inscripción.

En cuanto a la Titularidad nuestro Proyecto de Ley determina que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable de un depositante, se presume titular legítimo y, en consecuencia, puede exigir que se realicen a su favor las prestaciones a que da derecho el valor desmaterializado o físico. La entidad emisora que de buena fe y sin culpa grave, entendiéndose como culpa grave el descuido o desprecio absoluto en la adopción de las precauciones más elementales para evitar un daño, realice la prestación en favor del legitimado, se libera de responsabilidad aunque éste no sea el titular del valor. Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que corresponden al titular, es preciso la inscripción previa a su favor en el respectivo registro contable²²⁰.

De igual forma es importante hacer mención de la Acreditación mediante constancias, al hacer referencia de que la legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de los valores desmaterializados o físicos depositados en las centrales de valores autorizadas, podrán acreditarse mediante la exhibición de constancias que serán oportunamente expedidas por dichas centrales de valores, de conformidad con sus propios asientos. Estas constancias no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación y no serán negociables; serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto las constancias. La mención de estas condiciones deberá indicarse en la constancia respectiva²²¹.

²²⁰ Artículo 151 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²²¹ Artículo 152 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

En el PLMC se determina la Generalización de la desmaterialización de valores, al mencionar que las bolsas de valores, las centrales de valores y las sociedades de compensación y liquidación de valores deberán procurar la desmaterialización de valores, salvo las excepciones que autorice el Superintendente en virtud de las circunstancias del mercado o la naturaleza particular de ciertos valores²²².

Nuestro LMC determina a las Entidades autorizadas para brindar el servicio de Custodia de Valores, para lo cual especifica, que el servicio de custodia de títulos-valores y la oferta de dicho servicio lo podrán prestar las Centrales de Valores, previamente autorizadas por el Consejo Directivo de la Superintendencia, los Puestos de Bolsa, los Bancos y las entidades financieras autorizadas para tal fin por el Superintendente. La prestación del servicio de custodia puede incluir los servicios de administración de los derechos patrimoniales relacionados con los valores en custodia. Dichas entidades deberán iniciar las actividades de custodia dentro de un plazo máximo de seis meses (6) contados a partir de la notificación de la resolución respectiva, de lo contrario, el Superintendente le revocará la autorización. Esta autorización para proporcionar servicios no es transferible²²³.

En el PLMC se rige la constitución del depósito y endoso en administración, describiendo que el depósito en las entidades de custodia se constituirá mediante la entrega física de los documentos o, en su caso, mediante el registro electrónico de títulos desmaterializados. Los valores depositados en una misma entidad de custodia se transferirán de cuenta a cuenta y la práctica del asiento correspondiente se efectuará de conformidad con lo previsto en la Ley y las disposiciones que para tal efecto emita la Superintendencia. En el caso de los valores físicos no será necesaria la entrega material de los documentos, ni la constancia del endoso de los mismos²²⁴.

Por último hemos de manifestar que las entidades que custodien valores expedirán a los depositantes constancias no negociables sobre los documentos custodiados, las que servirán para demostrar la titularidad sobre los mismos. Estas constancias servirán para la

²²² Artículo 155 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²²³ Artículo 160 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²²⁴ Artículo 163 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

inscripción en el registro del emisor, para acreditar el derecho de asistencia a las asambleas y, en general, para ejercer extrajudicial o judicialmente los derechos derivados de los títulos según corresponda²²⁵.

5.9 El Mercado de Valores y la Anotación en Cuenta

Antes de abordar el Mercado de Valores, hemos de manifestar que el Mercado Financiero se encuentra comprendido por el Mercado de Valores y el Mercado de Capitales, y en particular nuestro Mercado Financiero se encuentra básicamente conformado por: 1. El Mercado Crediticio o bien Bancario, 2. El Mercado de Valores, específicamente nuestra Bolsa de Valores y 3. El Mercado de las Microfinancieras, reguladas estas últimas bajo su propio cuerpo de ley²²⁶.

Como es de nuestro conocimiento *el dinero y los títulos-valores* son los instrumentos financieros tradicionales que utilizan las entidades financieras para el desarrollo de su actividad, es decir, el dinero constituye el instrumento típico de la actividad bancaria, y los títulos son un instrumento complementario, que a su vez representa un instrumento típico en el mercado de valores. Así, mientras el dinero funciona como instrumento a través del cual los bancos reciben y brindan el crédito, los títulos-valores son utilizados por la banca como instrumentos de mediación en los pagos y en la inversión.

El Mercado de Valores incluye las relaciones de financiación entre un sujeto que pide financiamiento y un número elevado de ahorrantes, a través de la división de la cantidad a financiar en unidades de carácter homogéneo y fungible (valores). Es pues el mercado de valores una pieza fundamental del sistema financiero, en el cual está en juego la financiación eficiente del Estado y de las principales empresas de un país, además amplia las posibilidades de ahorro para los ahorrantes²²⁷.

²²⁵ Artículo 164 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²²⁶ Entrevista realizada al Dr. R. Lacayo, Presidente del Puesto de Bolsa INVERNIC S.A., el 14 de Junio del 2006.

²²⁷ J. E., Cachón Blanco, 200 Preguntas sobre los Mercados de Valores, Madrid 1999, págs. 19 y 20.

Según la Resolución SIB-OIF-II-3-94 de la Superintendencia de Bancos el Mercado de Valores forma parte del sistema financiero. Las operaciones que se realizan en él, se relacionan con la emisión, colocación y distribución de títulos-valores. Se componen de mercado primario y mercado secundario, cuya función básica es proveer un mercado continuo a los agentes económicos, a través de la liquidez, normas regulatorias del Registro de Emisiones, Valores, Sociedades de Bolsa, Puestos de Bolsa y de Agentes de Bolsa.

De lo anterior deducimos que existen dos tipos de Mercados de Valores²²⁸: 1. El Mercado Primario y 2. El Mercado Secundario.

El Mercado Primario es aquel en que confluyen las fuerzas de la oferta y la demanda de valores de nueva creación (emisiones). En este mercado los demandantes requieren nueva financiación, ya sea a través de emisión de valores de capital-deuda o a través de valores de capital-riesgo. El mercado primario se rige por el principio de reserva, pues para que una entidad capte ahorro del público ha de someterse imperativamente a los requisitos exigidos por la Superintendencia de Bancos. Un título sólo puede ser objeto de negociación en el mercado primario una vez, esto es, en el momento de su emisión.

Es importante mencionar que en nuestro Mercado Primario los títulos del sector público son emitidos a través de subastas del Banco Central, los cuales son comprados por Puestos de Bolsa por orden de un cliente, en este caso el Puesto de Bolsa tiene la obligación de registrar dicha operación en el Sistema de la Bolsa de Valores de Nicaragua, por otro lado, si los títulos valores del sector privado negociables son emitidos directamente a través de la Bolsa de Valores de Nicaragua deben de ser ingresados al Sistema de Negociación por el Puesto de Bolsa que representa al emisor.

²²⁸ El Mercado de Valores, se encuentra compuesto por el Mercado de Dinero, el cual se refiere a transacciones de muy corto plazo y el Mercado de Capitales, se refiere a transacciones de acciones y títulos de muy largo plazo. Por otra parte se debe decir definitivamente que el Mercado de Valores es un elemento fundamental de todo Sistema Financiero, ya que este mercado ofrece una serie de instrumentos, que se adaptan de manera más adecuada a las necesidades tanto de los emisores como de los ahorrantes, además de permitir la diversificación del riesgo de un Inversionista, creando una Cartera de Inversiones, que le permite cubrirse ante diferentes riesgos, permite al emisor llenar sus necesidades de financiamiento de una manera más directa para sus necesidades. Entrevista realizada al Dr. R. Lacayo, Presidente del Puesto de Bolsa de INVERNIC S.A., el 14 de Junio del 2006.

Debemos de estar claros que la principal operación del Mercado Primario es la Emisión de Valores²²⁹, y que de igual forma cumple una segunda función económica, sumamente importante como lo es la Oferta Pública de Venta de Valores Negociables²³⁰. Así mientras en la emisión de valores, el emisor ofrece nuevos valores a la suscripción del público, en la Oferta Pública de venta de los Valores Negociables, es habitual que un tercero sea quien ofrezca en venta pública los valores de su cartera.

En Nicaragua, nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, específica en su artículo 2 que deberá entenderse por *oferta pública de valores* todo ofrecimiento, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados.

Cabe entonces hacerse la siguiente pregunta, ¿En qué casos no estamos ante una Oferta Pública en la Emisión de valores Negociables?, diremos pues, que no habrá oferta pública en la Emisión de Valores Negociables, en los siguientes casos:

1. No hay oferta pública en la *emisión de acciones* realizadas con ocasión de la formación simultánea de una sociedad anónima, ya que es obvio que en ningún momento se da la distribución de los valores entre el público.
2. Tampoco constituyen oferta pública de valores los *contratos de futuros u opciones*, ya que estos instrumentos financieros, no son valores negociables, si no que se trata de instrumentos financieros de cobertura o especulación, es decir, que su función no es buscar la captación del ahorro del público, sino que son contratos cuya existencia se condicionan a su contenido.

El Gobierno de Nicaragua, por medio de la Tesorería General de la República del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, está habilitado para emitir y negociar en los

²²⁹ Una Emisión de Valores, o simplemente emisión, es una oferta pública de nuevos valores negociables efectuada al público inversor en general o a determinados grupos de inversores. Las emisiones de valores conforman el denominado mercado primario y pueden ser tanto acciones como valores de deuda (Obligaciones), o de otros valores (Warrants). J. E., Cachón Blanco, Op. Cit., pág. 87.

²³⁰ Existe una Oferta Pública de venta de valores, cuando una persona, normalmente, empresa o inversor institucional, manifiesta públicamente su deseo de vender un paquete de valores de una sociedad, a precio dado o a un precio que se fije en subasta o en un momento posterior. Normalmente se trata de acciones. Las ofertas públicas de valores pueden tener como objeto valores cotizados o sin cotizar, pero tienen especial trascendencia en valores sin cotizar, es decir, antes de su admisión a cotización en bolsa. *Ibid.*, pág. 251.

mercados primarios y secundarios, tanto de Nicaragua como del exterior, títulos de captaciones de recursos o títulos de deuda, para lo cual deberá ajustarse a lo establecido en el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales y a las demás disposiciones que describan las características y condiciones de los títulos²³¹. De igual forma nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales determina que pueden transarse en Bolsa, los valores emitidos por emisores extranjeros siempre que cumplan con los requisitos relativos a la información y registro en su país de origen, siempre y cuando estos sean al menos equivalentes a los exigidos en Nicaragua y que exista reciprocidad en relación con los valores emitidos en el país²³².

Por el contrario el Mercado Secundario es aquel en el que concurren las fuerzas de la oferta y la demanda de valores ya existentes, previamente emitido y ya admitidos a negociación. Se trata de un mercado de realización sin cuya existencia sería difícil la del Mercado Primario, ya que difícilmente se suscribirían emisiones de activos financieros si no existiese la posibilidad de liquidar la inversión transmitiéndolos, proporcionan liquidez a las inversiones pero sin afectar directamente a la liquidez de las mismas, es decir, todo con el objeto de fortalecer la liquidez ya alcanzada²³³.

Así este Mercado opera exclusivamente entre tenedores de títulos, los cuales venden o compran los títulos que han adquirido con anterioridad, es decir, que se trata de una “re-venta” de los títulos-valores adquiridos previamente con el fin de rescatar recursos financieros, retirar utilidades, diversificar su cartera o buscar mejores oportunidades de rentabilidad, riesgo o liquidez. Entonces la función principal de este mercado es proporcionar liquidez a los títulos-valores emitidos en el mercado primario y facilitar su suscripción por parte del público inversionista, al hacer más atractiva la inversión.

²³¹ Artículo 214 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²³² Artículo 215 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

²³³ Cabe hacer la aclaración sobre el hecho de que si el Mercado Primario es el Mercado de Emisión, el Mercado Secundario será el Mercado de Negociación. Los mercados secundarios cumplen la función económica de ofrecer liquidez al titular de los valores al facilitar el mecanismo de intercambio de los valores por dinero. Son mercados en los que tiene lugar la adquisición derivativa de los valores a través de operaciones de compraventa.

El objeto de los mercados secundarios, recae en los instrumentos financieros escriturales, los cuales pueden ser representados por anotaciones electrónicas en cuenta, representación opcional o no, que actualmente algunas legislaciones contemplan en la leyes de mercados de valores. Así pues que las exigencias de la contratación y liquidación electrónica, en defensa de la eficacia y seguridad del tráfico de los valores, han determinado que en los mercados secundarios de los títulos-valores, existe la tendencia de que sean sustituidos por los instrumentos escriturales anotados en cuenta.

5.9.1 La Bolsa de Valores de Nicaragua

La Bolsa de Valores de Nicaragua, en adelante BVDN, recibió, de parte de la Superintendencia de Bancos, la aprobación oficial para que la sociedad operara como bolsa de valores el 3 de diciembre de 1993 e inicio sus operaciones el día 31 de enero del año de 1994.

Esta institución es una sociedad anónima, de carácter privado, fundada por la mayoría de los bancos privados y estatales, y por grupos empresariales sólidos representativos de diferentes sectores de la economía nacional, que facilita la infraestructura necesaria para que los puestos de bolsa autorizados transen valores de forma segura, fluida y bien informada, garantizando así, la transparencia y la seguridad de las operaciones de compra y venta de títulos-valores. Es decir, que registra y autoriza emisiones de valores a negociarse a través de los Puestos de Bolsa acreditados, desarrolla los mecanismos de negociación de valores, supervisa la ejecución de transacciones de valores regulando el buen fin de las mismas, informa sobre las transacciones que se realizan en su seno a la superintendencia de bancos y promueve el mercado de valores nicaragüense.

Las principales características de nuestro Mercado de Valores en el cual interviene la Bolsa de Valores de Nicaragua S.A.²³⁴ son:

- 1) La BVDN y los Puestos de Bolsa han desarrollado un mercado dinámico y de rápido crecimiento.

²³⁴ Bolsanic, Características del Mercado de Valores, 4 de Enero de 2006 en <http://www.bolsanic.com>.

- 2) En la BVDN se negocian instrumentos financieros de renta fija con altos rendimientos en dólares y en moneda local indexada al dólar.
- 3) Existe una exención total de impuestos tanto sobre las ganancias de capital como sobre los ingresos por intereses para los títulos transados en bolsa para los no residentes.
- 4) No hay ningún tipo de restricción sobre entradas y salidas a flujos de capital extranjeros.
- 5) La custodia y liquidación de valores es especializada. Y existe un marco regulatorio eficaz sobre la actividad bursátil.
- 6) Además, existe una amplia red de casas corredoras establecidas, con relaciones internacionales y en la región centroamericana.

5.9.2 Los Mercados que intervienen en las transacciones de la Bolsa de Valores de Nicaragua S.A.

Como ya conocemos el Mercado Primario es el mercado de Emisión, es decir, se colocan los títulos o valores por primera vez proporcionando un flujo de recursos de los inversionistas hacia el emisor, en este mercado el emisor negocia a través de su Puesto de Bolsa los valores y recibe recursos frescos para sus proyectos.

El Mercado Secundario es el mercado de Negociación, es decir, cumple la función económica de ofrecer liquidez al titular de los valores (el emisor) al facilitar el mecanismo de intercambio de los valores por dinero. Consiste en el conjunto de negociaciones entre compradores y vendedores que tiene por objeto adquirir títulos o valores que ya están en circulación. El intercambio de flujo monetario y valores se da entre dos entes distintos: 1. El emisor; un inversionista que ya adquirió un título o valor y 2. Otro inversionista dispuesto a comprar dicho título o valor.

Por su parte los Mercados de Opciones son aquellos en los cuales las Opciones como contratos bursátiles le conceden a su beneficiario el derecho y no la obligación de comprar o vender uno o varios títulos-valores negociables en la Bolsa de Valores de Nicaragua,

cuyo ejercicio de estos derechos solo se puede realizar en una fecha futura determinada y fija (fecha de ejercicio de la opción) a un precio o a un rendimiento invariable, ambos determinados el día de su emisión. Este precio o rendimiento será el precio o rendimiento del ejercicio de la opción. En este mercado el oferente es aquella persona que se obliga a librar los títulos-valores en el caso de una opción de compra o a pagar en efectivo unos títulos en el caso de una opción de venta en los términos especificados en el contrato de opción respectivo. El beneficiario es la persona que goza del derecho de ejecución de una opción, sea ésta de venta o de compra.

El Mercado de Reporto es aquel en el cual se realizan los reportos que son contratos bursátiles en los cuales el reportado (demandante de dinero) vende los títulos-valores al reportador (inversionista) a un precio determinado, y este último asume la obligación de transferir al reportado, al vencimiento del termino establecido, la propiedad de los títulos, contra reembolso de un precio convenido, y este precio puede ser menor o mayor que el pagado por el reportado.

5.9.3 Valores Negociables transados en la Bolsa de Valores de Nicaragua

Los títulos-valores negociables en la Bolsa de Valores de Nicaragua²³⁵ son títulos de carácter mercantil emitidos según las leyes y reglamentos de Nicaragua, que incorporan un derecho autónomo del legítimo poseedor a una prestación en dinero o en mercancías en los términos que en ellos mismo se consigna. Los titulares de estos documentos gozan de los derechos de propiedad o de participación en el capital de una empresa (acciones), o de crédito (bonos, pagarés, letras de cambio, bonos de prenda, certificados de inversión, papel comercial, etc.). En lo que respecta a los títulos-valores creados por entes públicos,

²³⁵ Los Títulos Negociables del Estado son: Las Letras del Tesoro de la Republica, emitidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, los Bonos de Pago por Indemnización (BPI's), emitidos por el MHCP a 15 años con una tasa de interés variable y específica, los dos primeros años se capitalizan los intereses al 3% anual, del año 3 al 7 devenga un interés del 4.5% y del año 8 al vencimiento un interés del 5%, estos intereses se pagan semestrales. A partir del año 11 se amortizan en cinco cuotas del 20% por año. Y los Títulos Negociables del Público son: Certificados de Inversión (Credifactor), Certificados de Inversión (Casa Pellas), Certificados de Inversión (NSEL), Pagares a la Orden en dólares (NSEL), Papel Comercial (NSEL), Certificados de Inversión (Café Soluble), Certificados de Inversión (Tip-Top Industrial), Certificados de Inversión (Empresa Administradora del Aeropuerto), Acciones Comunes (Club Náutico Cocibolca). Mercado de Valores en Nicaragua, Una oportunidad para el Desarrollo, Presentación elaborada por el Dr. Raúl Lacayo, Presidente del Puesto de Bolsa de INVERNIC S.A.

debemos denotar que para ser negociados en la Bolsa de Valores de Nicaragua S.A., deben cumplir con algunos requisitos estos son: 1. Ser emitidos conforme la Ley General de Títulos-Valores de Nicaragua, y 2. Estar inscritos en el Registro de la Superintendencia de Bancos y en la Bolsa de Valores de Nicaragua.

Algunos de estos títulos-valores son:

1. Certificados Negociables de Inversión, los CENIS, son Bonos emitidos por el BCN, en córdobas con mantenimiento del valor en relación al dólar americano y a plazo de 7, 30, 80, 180, y 360 días. Se puede decir que más que instrumento de regulación de liquidez, ha servido para captar divisas. Los CENIS son compromisos de pago a futuro adquiridos por el gobierno con plazo fatal de redención.
2. Papel Comercial: Son emisiones de títulos de deuda cuyo plazo es menor a 360 días²³⁶.
3. Cédulas Hipotecarias: Son documentos representativos de un crédito Hipotecario otorgados a una persona determinada. Cada Cédula representa una fracción del crédito concedido. Las Cédulas Hipotecarias son emitidas por personas que disponen del bien inmueble hipotecario y son avaladas por una institución financiera debidamente autorizada. El deudor es responsable del pago del principal, intereses y otras comisiones.
4. Certificados de Depósitos a Plazo: Estos Certificados pueden constituirse en córdobas, con mantenimiento del valor, y en dólares. Estos son documentos emitidos por un Banco y son representativos de depósitos realizados a un plazo determinado y a una remuneración específica (tasa de interés).
5. Acciones: Son Títulos de renta variable emitidos por una Sociedad Anónima. Este documento le otorga a su legítimo dueño la propiedad de una fracción alícuota del capital social de una Sociedad emisora y le permite gozar de todos los derechos propios de este tipo de Títulos.
6. Bonos de Prenda: Son Títulos de crédito mercantil a la orden, representativo de un crédito prendario sobre bienes indicados en un Certificado de Depósito. Este último acredita la propiedad de mercancías depositadas en un almacén. Generalmente los Bonos de prenda son títulos-valores no seriados emitidos por instituciones financieras autorizadas (Almacenes de

²³⁶ Artículo 23 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales.

Depósitos) y su eventual negociación en el mercado secundario de valores no requiere de una previa inscripción del emisor ni de la emisión ante la superintendencia de Bancos.

7. Bonos de Pago por Indemnización: Son Títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público a 15 años con una tasa de interés variable y específica, los dos primeros años se capitalizan los intereses al 3% anual, del año 3 al 7 devenga un interés del 4.5% y del año 8 al vencimiento un interés del 5%, estos intereses se pagan semestrales. A partir del año 11 se amortizan en cinco cuotas del 20% por año.²³⁷

5.9.4 Depósito de los Títulos-Valores transados en la Bolsa de Valores de Nicaragua.

Los títulos-valores negociados en la BVDN son depositados en la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL), institución fundada el 15 de Diciembre de 1997 por la Bolsa de Valores de Nicaragua y supervisada por la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras, su misión es ser una institución especializada en la custodia, administración, transferencia, compensación y liquidación de valores, brindando a los clientes seguridad en sus depósitos, agilidad en sus transacciones e información rápida y veraz en todas sus operaciones²³⁸. En fin, aportar al mercado un elemento en su estructura que le dé mayor solidez y eficiencia²³⁹. Lo anterior través de sistemas electrónicos que realizan operaciones de depósito, administración y liquidación de títulos-valores depositados, de tal manera que los puestos de bolsa autorizados se encuentran conectados en línea con la CENIVAL, permitiéndoles el acceso a una serie de información privilegiada, con el objeto de administrar, controlar y consultar todas y cada una de las transacciones relacionadas a los títulos depositados en CENIVAL, con el fin de efectuar

²³⁷ En la entrevista realizada el día 21 de junio de 2006, el Dr. Jesús Herrera, Profesor de derecho mercantil de la Universidad Centroamericana, nos expresaba que los primero títulos-valores que iban a ser desmaterializados una vez que fuese sancionada y publicada el Proyecto de ley de mercado de capitales serían los bonos de pago por indemnización, por ser los títulos-valores que se negocian con mayor número en nuestra Bolsa de Valores.

²³⁸ Bolsanic, Acceso, Privilegios, Depósitos, Retiros, Traspasos, Liberación, Consulta y Estados De Cuenta, 10 de abril del 2006 en http://www.bolsanic.com/downloads/cenival/procesos/acceso_privilegios_depósitos_retiros_traspasos_liberación_consulta_y_estados_de_cuenta.pps "o "presentación en powerpoint".

²³⁹ La CENIVAL está a cargo de operar, bajo la figura jurídica de una Sociedad Anónima, es un depósito centralizado por medio del cual pueden realizarse las operaciones de custodia, transferencia, compensación, liquidación y administración de Títulos y Valores, con la finalidad de: 1. Aportar al mercado de Títulos-Valores mayor seguridad fiscal y jurídica, 2. Facilitar al inversionista el ejercicio de sus derechos patrimoniales, y 3. Incrementar la precisión de las transacciones.

adecuadamente su labor como intermediario, ante sus clientes. Algunas de las funciones relevantes a mencionar sobre CENIVAL son: Custodia, Anotaciones en cuenta de los derechos de Títulos-Valores, Procesamiento de derechos patrimoniales, Canje, Manejo de emisiones, Servicio para la contratación de préstamo de valores, Administración de garantías, Traspaso de transacciones de Bolsa, Custodia en Centrales y Bancos extranjeros, Asignación de claves de identificación de valores, Sistema de información, las cuales detallaremos en el capítulo III sobre el Régimen Jurídico de nuestro Mercado de Valores.

5.9.5 ¿Cómo Invertir en la Bolsa de Valores de Nicaragua?

Para poder invertir en la BVDN se tienen que seguir los siguientes pasos:

1. El Inversionista debe abocarse directamente a cualquiera de los Puestos de Bolsa debidamente autorizados por la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN), estos le informarán acerca de las oportunidades de inversión sobre una operación bursátil.
2. No existe ningún mínimo de inversión establecido, el inversionista puede invertir su dinero en títulos-valores en córdobas o en dólares. Debiendo siempre consultar al puesto de Bolsa sobre los plazos disponibles y las diferentes modalidades de inversión.
3. La primera vez que el Inversionista realice una operación de Bolsa, el Puesto de Bolsa contactado le solicitará su nombre, domicilio, copia de una identificación, y toda aquella información que considere necesaria.
4. El inversionista debe acordar con el Puesto de Bolsa²⁴⁰ la forma a través de la cual enviará sus órdenes de compra y la modalidad del pago, es decir, que acordará las condiciones de la inversión que se ejecutaran en la BVDN a través de los Agentes de Bolsa.
5. En el caso de inversiones en operaciones de reportos y opciones, el inversionista y el Puesto de Bolsa deberán firmar obligatoriamente un contrato. En éste se deberán establecer las obligaciones y deberes de las partes.

²⁴⁰ Lo clientes a través de los puestos de bolsa, acuerdan el tipo de operación que desean transar. La contratación a través de los puestos de bolsa, básicamente se basan en órdenes de compra y ordenes de venta, haciendo la salvedad de que el título en sí encierra otras obligaciones, nacidas previamente al momento de la creación de un título, pudiendo determinar entonces que la contratación se compone por obligaciones o contratos de compra venta y las obligaciones o contratos contenidos dentro del valor mismo. Entrevista realizada el 14 de Junio del 2006 al Dr. R. Lacayo, Presidente de INVERNICSA.

6. Por cada transacción el Puesto de Bolsa cobra una comisión, las operaciones de mercado primario van a cargo del emisor, mientras que en los demás mercados van por cuenta del inversionista. Las tarifas de las transacciones bursátiles son establecidas por las BVDN.

7. Una vez que la transacción es ejecutada en la Bolsa, los sistemas de la BVDN emiten una boleta de operación. Esta es una certificación oficial de esta institución mediante la cual da fe de los términos en los cuales se ejecutó la operación plasmada en ella. Todo inversionista debe recibir de su Puesto de Bolsa una boleta por cada operación que realiza. Las boletas de operación son puestas a la disposición de los Puestos de Bolsa por la BVDN de forma electrónica y desde sus terminales del sistema electrónico de la Bolsa pueden ser impresas y firmadas a sus clientes. Cada documento está numerado con un número de registro único en los archivos de la BVDN.

8. Cuando la transacción se cierra en la Bolsa y cuando ésta confirma su ejecución, el Puesto de Bolsa informa a su cliente al respecto.

9. Posteriormente el Puesto de Bolsa comprador procede al pago de la inversión al Puesto de Bolsa representante del vendedor de los títulos-valores y a recibir los valores comprados.

10. El cliente puede recibir físicamente los títulos adquiridos en la Bolsa o puede abrir una cuenta en la CENIVAL para entregarlos en depósito. En CENIVAL puede depositar títulos en una cuenta y recibir mensualmente un estado de cuenta.²⁴¹

5.9.6 ¿Cuáles son los Beneficios Fiscales que brinda nuestra Bolsa de Valores?

Nuestra Ley de Equidad Fiscal, Ley 453, publicada el 6 de mayo del año dos mil tres en la Gaceta, Diario Oficial, Número 82, establece los siguientes beneficios fiscales para los inversionistas:

²⁴¹ En la entrevista realizada el día 19 de junio de 2006 al Lic. Ernesto Rizo Pallais, Vice-Gerente General de la Central Nicaragüense de Valores, nos expresaba que una vez que se apruebe el proyecto de ley de mercado de capitales se va poder negociar con valores representados mediante anotaciones en cuenta, por ello los procedimientos que se van a realizar serán los mismos que anteriormente se mencionaron, pero al cliente una vez que negocie con valores anotados en cuenta se le tiene que abrir una cuenta en la central de valores respectiva, en nuestro país solo existe la Central Nicaragüense de Valores, en la cual se le va a acreditar la adquisición de determinada valor anotado en cuenta, o bien debitar cuando éste lo negocie en la Bolsa.

1. En su Título II denominado Impuesto sobre la Renta, Capítulo II y de manera específica en su artículo 11 llamado Ingresos no gravables expresa que: “No se comprenderán como ingresos constitutivos de renta, y por lo tanto, no serán gravados con el IR, los siguientes:...7. Los intereses de cédulas hipotecarias, bonos y otros títulos-valores emitidos por el Estado..., y 11. Los intereses, ganancias de capital y otras rentas que perciban las personas naturales o jurídicas residentes en el exterior, provenientes de títulos-valores adquiridos a través de las bolsas de valores debidamente autorizadas para operar en el país”. Es importante, destacar que en este último inciso se regula de manera exclusiva que no será considerado como ingreso gravable las rentas que perciban las personas naturales o jurídicas residentes en el exterior.²⁴²

2. Además, en su Título III denominado Impuesto al Valor agregado y en su Capítulo II nombrado Enajenaciones se establece que: “Artículo 52.- Enajenaciones exentas. No estarán sujetas al pago del IVA estas enajenaciones:...13. Las monedas de circulación nacional, los billetes de lotería, boletos de lotería instantánea, las participaciones sociales y demás títulos-valores, con excepción de los certificados de depósitos que incorporen la posesión de bienes por cuya enajenación se esté obligado a pagar el IVA”. Beneficiando así al inversionista al estar exentas del pago del 15 % del Impuesto al Valor Agregado los títulos-valores.

El artículo 3 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, denominado Tributos, establece los siguientes incentivos:

1. Todas las transacciones que se realicen en las bolsas de valores estarán exentas de todo tipo de tributos o tasas.

2. No se comprenderán como ingresos constitutivos de renta, y por lo tanto, no serán gravados con el IR, los intereses, ganancias de capital y otras rentas que perciban las personas naturales o jurídicas, provenientes de instrumentos financieros negociados en las bolsas de valores debidamente autorizadas para operar en el país y emitidos para proyectos

²⁴² En la entrevista realizada el día 21 de junio de 2006, el Dr. Jesús Herrera, Profesor de derecho mercantil de la Universidad Centroamericana, expresaba el Dr. Herrera que este artículo específico de la ley de equidad fiscal si se refería a los inversionistas.

de infraestructura como son la generación de energía eléctrica no convencional, carreteras, puertos, aeropuertos, reforestación, desarrollos turísticos y toda otra actividad que contribuya con el crecimiento y desarrollo socio económico de nuestro país. Tampoco serán gravados con cualquier otro tipo de tributo o tasa. Para poder gozar de estos privilegios fiscales se deberá de contar con la debida aprobación del Ministerio de Fomento, Industria y Comercio. Estos beneficios fiscales tendrán una vigencia de diez años, a partir de la colocación de los instrumentos financieros en el Mercado Primario.

3. Los dividendos pagados por empresas registradas en las bolsas de valores autorizadas en el país y cuyas acciones hayan sido colocadas en el mercado primario de éstas, se podrán deducir como un gasto para efectos fiscales.

CAPÍTULO III: ASPECTOS COMPARATIVOS DE LA ANOTACIÓN EN CUENTA EN OTRAS LEGISLACIONES

En el presente capítulo estudiaremos los aspectos comparativos de otras legislaciones de la anotación en cuenta con relación a nuestro PLMC, para poder conocer cuales son las ventajas o desventajas que presenta nuestro Proyecto de Ley para el inversionista. Consideramos importante destacar que aunque nuestro Proyecto de Ley se denomine “Ley de Mercado de Capitales”, no en todas las legislaciones se rige con la misma normativa al Mercado Financiero, puesto que éstas tienden a denominar a su Ley como “Ley de Mercado de Valores”. Una vez realizada esta aclaración procedemos a realizar nuestro análisis comparativo.

1. UNIÓN EUROPEA

1.1 ESPAÑA, Ley de Mercado de Valores, Ley 24/1988 del 28 de julio, y su reforma, Ley 37/1998 del 16 de noviembre.

Esta Ley y su reforma tienen por objeto la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión.

Quedan comprendidos dentro de ella los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones. También quedan comprendidos dentro de su ámbito los siguientes instrumentos financieros:

1. Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.
2. Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia

de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

3. Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible.

En su Capítulo II, denominado “De los Valores Representados por medio de Anotaciones en Cuenta” se manifiesta que los valores negociables pueden representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La modalidad de representación elegida tiene que aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión. La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta es irreversible, pero por medio de títulos es reversible. El paso al sistema de anotaciones en cuenta puede hacerse, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento a la transformación. El Gobierno puede establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para la admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores. El legislador Nicaragüense tomó los aspectos más importantes de esta ley para adaptarlos a nuestra realidad jurídica, y por ello que esta ley es muy similar a la nuestra en lo referente a la irreversibilidad del valor anotado en cuenta, y la reversibilidad del título-valor.

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta requiere de la elaboración de un documento por parte de la entidad emisora, cuya elevación a escritura pública es potestativa, en el que debe constar la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión. La entidad emisora debe depositar una copia del documento ante la entidad encargada del registro contable y ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en adelante CNMV. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, debe depositarse también una copia ante su organismo rector.

La entidad emisora y la encargada del registro contable han de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general una copia del referido documento. El documento puede sustituido por:

1. El folleto informativo, siempre que el emisor esté obligado a aportarlo para su aprobación y registro por la CNMV.
2. La publicación de las características de la emisión en el boletín oficial correspondiente, en el caso de las emisiones de deuda del Estado o de las comunidades autónomas, así como en aquellos otros supuestos en que se halle establecido.

No es precisa la elaboración de dicho documento para los instrumentos financieros que se negocien en mercados secundarios oficiales de futuros y opciones.

En lo referente a la llevanza del registro contable de los valores anotados en cuenta correspondientes a una emisión va a ser atribuida a una única entidad. Cuando se trate de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, esta entidad tiene que ser libremente designada por la emisora entre las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas para llevar el depósito y administración de los valores negociables, instrumentos financieros y del mercado monetario. La designación debe ser inscrita en el Registro de la CNMV, como requisito previo al comienzo de la llevanza del registro contable. La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, en adelante Sociedad de Sistemas, también puede asumir esta función.

Sin perjuicio de las competencias asumidas por las Comunidades Autónomas respecto de los valores admitidos a negociación exclusivamente en una Bolsa de Valores radicada en su territorio, cuando se trate de valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, la llevanza del registro contable le corresponderá a la Sociedad de Sistemas, como registro central, y a las entidades participantes autorizadas para ello, o a aquélla en exclusiva. No obstante, esta llevanza le corresponde, en su caso, a la sociedad rectora de la Bolsa correspondiente.

Cuando se trate de valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, la llevanza del registro le corresponde al organismo o entidad, incluida la Sociedad de Sistemas, que reglamentariamente se determine o que expresamente designen los órganos rectores de dichos mercados o sistemas organizados de negociación. El Gobierno debe establecer, en relación con las distintas entidades a las que se encomienda la llevanza de los registros contables y los distintos tipos de valores, las normas de organización y funcionamiento de los correspondientes registros, las fianzas y demás requisitos que les sean exigibles, los sistemas de identificación y control de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como las relaciones de aquellas entidades con los emisores y su intervención en la administración de valores. La citada regulación le corresponde también a las Comunidades Autónomas en su caso.

Se establece en esta Ley que la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros da lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados. Esta responsabilidad tiene que hacerse efectiva en especie.

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituyen por su inscripción en el correspondiente registro contable, que, en su caso, es el de carácter central. Los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tienen derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones.

La transmisión de los valores anotados en cuenta tiene lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos. La transmisión es oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción. El tercero que adquiera a título oneroso valores anotados en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no está sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave.

La entidad emisora sólo puede oponer, frente al adquirente de buena fe de valores anotados en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con el documento de emisión y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos.

La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta debe inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título. La constitución del gravamen es oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción.

La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presume titular legítimo y, en consecuencia, puede exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor anotado en cuenta. La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor del legitimado, se libera aunque éste no sea el titular del valor. Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que corresponden al titular es precisa la previa inscripción a su favor.

La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta puede acreditarse mediante la exhibición de certificados que son oportunamente expedidos por las entidades encargadas de los registros contables, de conformidad con sus propios asientos. Estos certificados no confieren más derechos que los relativos a la legitimación. Son nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados. No puede expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado.

Las entidades encargadas de los registros contables y los miembros de los mercados de valores no pueden dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor. La obligación de restitución decae cuando el certificado haya quedado privado de valor. Es notorio mencionar que en nuestro país no se denominan certificados, sino

constancias y al igual que éstos su utilidad se basa exclusivamente en legitimar al titular de los valores anotados en cuenta, y se prohíbe su negociación.

En su Capítulo III, llamado “Del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones” se expresa que el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones tiene por objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, por el Instituto de Crédito Oficial y, a solicitud de ellos, por el Banco Central Europeo, por los Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea o por las Comunidades Autónomas, así como, siempre que lo autorice el Ministro de Economía y Hacienda, a solicitud del emisor, por bancos multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Inversiones o por otras entidades públicas. Los valores admitidos a negociación en este mercado pueden negociarse, en otros mercados secundarios oficiales. Esta negociación queda subordinada a las normas reguladoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

El Banco de España tiene la consideración de organismo rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. El Banco de España lleva el servicio financiero de los valores anotados cuando así lo concierte con los emisores y por cuenta de éstos.

La Central de Anotaciones, que carece de personalidad jurídica propia, es un servicio público del Estado que gestiona, por cuenta del Tesoro, el Banco de España y tiene a su cargo la llevanza del Registro Central de los valores negociados en este mercado y organiza la compensación y liquidación de las operaciones que en él se realicen.

El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se rige por la presente Ley y su normativa de desarrollo, así como por un Reglamento cuya aprobación corresponde al Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España, previo informe de la CNMV. Este Reglamento regula, de acuerdo con la presente Ley y su desarrollo reglamentario, las normas relativas a cotización, contratación, obligaciones de información al Banco de España y publicidad de las operaciones, incluyendo los derechos y obligaciones de los miembros del mercado. De igual manera, regula los derechos y obligaciones de los titulares

de cuenta a nombre propio y de las entidades gestoras en su condición de miembros del mercado. El Reglamento puede ser desarrollado, cuando así se prevea expresamente, mediante Circulares del Banco de España.

Se crea una Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones integrada por representantes del Banco de España, de la CNMV, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y de las Comunidades Autónomas con Deuda Pública admitida a negociación en el mercado, así como, en su caso, de las entidades que participen en el mismo, sean o no miembros del mercado. La presidencia de la Comisión le corresponde a un representante del Banco de España. La Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones debe informar los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado.

Las Comunidades Autónomas con competencias en la materia pueden crear, regular y organizar un mercado autonómico de Deuda Pública en Anotaciones que tenga por objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija emitidos por aquéllas y otras entidades de derecho público dentro de su ámbito territorial.

Pueden acceder a la condición de miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, además del Banco de España, las entidades como sociedades y agencias de valores, las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión y las que determinen las Comunidades Autónomas. Los miembros del Mercado pueden operar por cuenta propia o por cuenta ajena, con representación o sin ella, conforme a su estatuto jurídico de actividades. La autorización de la condición de miembro del Mercado de Deuda Pública, así como su revocación, le corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, previo informe de la CNMV.

El registro de los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones corresponderá a la Sociedad de Sistemas, y a sus entidades participantes autorizadas para ello en virtud de su condición de entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública. La Sociedad de Sistemas debe llevar las cuentas de valores correspondientes a la totalidad de

los valores admitidos a negociación en dicho Mercado, bien de forma individualizada, en el caso de las cuentas a nombre propio de las entidades participantes que sean titulares de cuenta en el Mercado de Deuda Pública, bien de forma global, en el caso de las cuentas de clientes de las entidades participantes autorizadas para ello en virtud de su condición de entidades gestoras en dicho mercado.

Pueden ser titulares de cuenta a nombre propio en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y mantener cuenta como entidades participantes a nombre propio en el sistema de registro de la Sociedad de Sistemas, además del Banco de España, los sistemas y organismos compensadores y liquidadores de los mercados secundarios oficiales y los sistemas de compensación interbancaria al objeto de gestionar el sistema de garantías, así como quienes cumplan los requisitos que al efecto se establezcan en el Reglamento del mercado. La autorización de la condición de titular de cuenta a nombre propio, así como la revocación de la misma, le corresponde al Ministro de Economía, a propuesta del Banco de España, previo informe de la CNMV. Los mismos requisitos se deben de cumplir para ser entidades gestoras.

Las entidades gestoras, en su condición de participantes en el sistema de registro a cargo de la Sociedad de Sistemas, llevan el registro de los valores de quienes no sean titulares de cuenta a nombre propio en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, y mantienen en la Sociedad de Sistemas una cuenta global que constituya en todo momento la contrapartida exacta de aquellos. Cuando estas entidades gestoras ostenten la condición adicional de titular de cuenta a nombre propio en el Mercado de Deuda Pública, estas últimas cuentas se llevan en la Sociedad de Sistemas con total separación de las cuentas globales.

El Banco de España puede acordar cautelarmente la suspensión o limitación de actividades de los miembros del Mercado y de las entidades gestoras cuando por su actuación generen un peligro o causen un grave trastorno para el Mercado, para los procedimientos de compensación y liquidación o, en los casos de entidades gestoras, a la seguridad jurídica de los valores anotados. Estas medidas deben de ser comunicadas por el Banco de España a la

CNMV, y al Ministerio de Economía y Hacienda, para que el Ministro, en su caso, proceda a su ratificación.

Una vez declarado el concurso de una entidad gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Banco de España puede disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traspaso de los valores anotados a cuenta de terceros de otras entidades gestoras. De igual forma, los titulares de los valores pueden solicitar el traslado de los mismos a otra entidad gestora. A estos efectos, tanto el juez del concurso como la administración concursal deben facilitar el acceso de la entidad gestora destinataria a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso, asegurándose de este modo el ejercicio de los derechos de los titulares de los valores. La existencia del procedimiento concursal no va a impedir que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de los derechos económicos o de su venta.

Declarada judicialmente la quiebra o admitida a trámite la solicitud de suspensión de pagos de una entidad gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Banco de España puede disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traspaso de los valores anotados a cuentas de terceros de otras entidades gestoras. Y se sigue el mismo procedimiento señalado en el párrafo anterior.

Es necesario destacar la importancia que se establece en esta Ley para regular el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, debido a que en nuestra legislación solo se establece su regulación en el Capítulo II del Título II del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, que trata sobre la emisión de Deuda Pública, por ello tenemos que esperar la reglamentación de este Mercado a través de las normativas que tiene que elaborar la Superintendencia de Bancos de Nicaragua.

El último de los Mercados Secundarios Oficiales que regula la institución jurídica de la anotación en cuenta se encuentra en su Capítulo IV, denominado “De los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones Representados por Anotaciones en Cuenta”,

en el cual se señala que pueden crearse Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, de ámbito estatal, cuya forma de representación sea la de anotaciones en cuenta. Le corresponde al Gobierno, a propuesta de la CNMV autorizar su creación. La autorización le corresponde a la Comunidad Autónoma con competencias en la materia en el caso de mercados de ámbito autonómico.

En estos mercados pueden negociarse, compensarse y liquidarse, ya sea llevando a cabo todas estas actuaciones o solamente algunas de ellas, contratos de futuros, de opciones y de otros instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea el activo subyacente. La sociedad rectora del mercado da por sí misma o asegura por medio de otra entidad, previa aprobación del Ministro de Economía, la contrapartida en todos los contratos que emita. Además la sociedad rectora puede realizar la actividad de contrapartida central, con las particularidades que, en su caso, se establezcan en su correspondiente Reglamento.

Puede ser miembros de estos mercados las entidades como sociedades y agencias de valores, las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión y las que determinen las Comunidades Autónomas, también pueden acceder a la condición de miembro, con capacidad restringida exclusivamente a la negociación, bien por cuenta propia o por cuenta de entidades de su grupo, aquellas entidades cuyo objeto social principal consista en la inversión en mercados organizados y reúnan las condiciones de medios y solvencia. En los mercados de futuros y opciones con subyacente no financiero, reglamentariamente se puede determinar la adquisición de esta condición por otras entidades distintas de las antes señaladas, siempre que reúnan los requisitos de especialidad, profesionalidad y solvencia.

En los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones existe una sociedad rectora, con forma de sociedad anónima, cuyas funciones básicas son las de organizar, dirigir y supervisar la actividad del mercado. Estas sociedades no pueden realizar ninguna actividad de intermediación financiera, a excepción de lo que se disponga en esta ley. No obstante, y al objeto de gestionar el sistema de garantías, pueden ser titulares de cuentas en el Mercado

de Deuda Pública o tener una posición equivalente en mercados o sistemas extranjeros que realicen funciones similares.

Los estatutos sociales de la sociedad rectora, así como su modificación, requieren de la previa aprobación de la CNMV. La sociedad rectora dispone de un consejo de administración con, al menos, cinco miembros, y, como mínimo, de un Director general. Su nombramiento exige la previa aprobación de la CNMV.

Estos Mercados, además de regirse por las normas previstas en la presente Ley y normativa de desarrollo, se rigen por un Reglamento específico, que tiene el carácter de norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores, cuya aprobación se ajusta al procedimiento previsto para la creación del mercado y cuyo contenido íntegro se debe publicar en el Boletín Oficial del Estado. En el mismo se van a especificar las clases de miembros, relación jurídica con los clientes, normas de supervisión, régimen de garantías, operativa de liquidación, contratos.

Las garantías, cualquiera que sea la forma en la que estén establecidas, que se constituyan en relación a cualesquiera operaciones realizadas en el ámbito de actividad de los mercados de futuros y opciones no responden por obligaciones distintas de las derivadas de las referidas operaciones, ni frente a personas o entidades diferentes de aquellas en cuyo favor se constituyeron.

Las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones gozan de derecho absoluto de separación, respecto a los valores y el efectivo en que este materializadas las garantías que los miembros y clientes que han constituido o aceptado a favor de aquellas, en razón de las operaciones negociadas, compensadas, liquidadas o respecto de las cuales las sociedades rectoras realicen la función de contrapartida, en caso de que tales miembros o clientes se vieran sometidos a un procedimiento concursal. Sin perjuicio de lo anterior, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorpora a la masa patrimonial concursal del cliente o miembro en cuestión.

En nuestra legislación no existe ningún tipo de regulación respecto a las anotaciones en cuenta sobre futuros y opciones, debido a que estos son negociados en nuestra Bolsa de Valores.

2. CENTROAMÉRICA

2.1 GUATEMALA, Ley de Mercado de Valores y Mercancías, Decreto No 34-96, 24 de Junio de 1996.

En esta ley se establecen las normas para el desarrollo transparente, eficiente y dinámico del mercado de valores, y en particular, el marco jurídico del: a) Mercado de Valores, bursátil y extrabursátil, b) De la oferta pública en bolsas de comercio de valores, de mercancías, de contratos sobre éstas y contratos, singulares o uniformes, c) De las personas que en tales mercados actúan, d) De la calificación de valores y de las empresas dedicadas a esta actividad.

En su artículo segundo encontramos que en la legislación guatemalteca se entiende por Valores a todos aquellos documentos, títulos o certificados, acciones, títulos de crédito típicos o atípicos, que incorporen o representen, según sea el caso, derechos de propiedad, de crédito o de participación. Agregando que los valores pueden crearse o emitirse y negociarse mediante anotaciones en cuenta, siendo una forma de representación de los valores.

En su Título VI denominado “Valores Representados por medio de Anotaciones en Cuenta”, se encuentra regula la figura de la anotación contable, y establece que: Los valores creados o emitidos por entidades privadas, el gobierno de Guatemala, las entidades autónomas y descentralizadas, las municipalidades y el Banco de Guatemala, pueden representarse por medio de anotaciones en cuenta, y esta forma de representación ha de aplicarse a todos los valores que integren una misma serie de una determinada emisión.

Además, se manifiesta que los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tienen la calidad de bienes muebles. Esta distinción que realiza la ley guatemalteca es muy interesante desde una perspectiva jurídica, debido a que dentro de nuestro estudio expresamos que el valor, como derecho de crédito, es inmaterial, y su representación a través de la anotación en cuenta se realiza de manera electrónica, por lo cual el valor (inmaterial), no puede considerarse una cosa corpórea (bien mueble). Sin embargo, si el valor se representa a través de un título (soporte físico), es lógico entender que éste sea considerado como un bien mueble. Por tanto, consideramos que lo expresado en el artículo 52 párrafo segundo de esta ley no es correcto de acuerdo a lo señalado en nuestro estudio.

La creación o emisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, requiere de la adopción de un acuerdo por parte del emisor. Este acuerdo debe indicar con precisión los derechos, características y condiciones propias de los valores. De igual forma, éstos se crean por virtud del asiento correspondiente en los libros de contabilidad del emisor, su base lo constituye el instrumento legal de emisión. Por lo antes señalado, podemos manifestar que en la legislación guatemalteca no se realiza la anotación en cuenta de manera electrónica, aunque esta ley permita esa posibilidad, sino que se basan en los principios registrales para proceder a la anotación en cuenta de la emisión en el libro de contabilidad del emisor.

El asiento de la creación o emisión de valores anotados en cuenta en los libros de contabilidad del emisor, debe de ir suscrito de manera autógrafa por el representante del emisor y por el contador encargado de los libros de contabilidad de éste. El control y manejo contable de las operaciones relacionadas con los valores anotados en cuenta, pueden efectuarse a través de procedimientos contables, documentales o electrónicos.

Asimismo, la transmisión de estos valores se realiza mediante asiento de partida contable en los libros del emisor, por ello la anotación a favor de los subsecuentes adquirentes produce los efectos de una plena transmisión de dominio de los valores. Esta transmisión es oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la anotación.

En lo referente a la legitimación esta ley señala que la persona que se encuentra inscrita en los libros de contabilidad del emisor se presume titular legítimo de los valores anotados en cuenta. Por tanto, el emisor que pague de buena fe a quien aparezca inscrito en sus libros como titular de los valores, se libera de la obligación. Observamos que en lo referido a la legitimación lo que se señala en esta ley es similar a lo regulado en nuestro PLMC, a excepción de que en nuestra legislación no se inscribe la anotación en libros de contabilidad. Esta legitimación se puede acreditar mediante la exhibición de constancias contables, suscritas por el contador y el representante legal del emisor. El o los agentes del emisor pueden emitir constancias por cuenta del emisor, cuando se encuentren expresamente facultados para ello. Estas constancias no van a surtir más efectos que el acreditamiento de la titularidad, y son expedidas a favor de persona determinada y no son negociables. Al igual que en el PLMC la titularidad de los valores anotados en cuenta se representan a través de constancias de legitimación que deben ser exhibidas por su tenedor y no son negociables.

El emisor de valores anotados en cuenta puede dar en consignación, a uno o más agentes o entidades que presten servicios de depósito colectivo de valores, parte o toda la emisión de valores, que los agentes deben de asentar en su propia contabilidad.

Una vez que se ha realizado la operación en los asientos contables, se pueden negociar los valores y se debe de expedir a favor de los adquirentes la o las constancias del asiento contable, que acrediten la adquisición de los respectivos valores. La copia de la constancia debe de remitirse al emisor el día hábil siguiente al de la liquidación, a fin de que éste efectúe inmediatamente las respectivas anotaciones en cuenta a favor del adquirente.

Toda sociedad emisora de valores anotados en cuenta tiene la obligación de practicar en sus libros de contabilidad los asientos correspondientes a todos los actos o negocios jurados, que realicen con relación a los valores. Si una negociación se efectúa en el mercado primario, la anotación en cuenta se realiza con base en la constancia que emita el agente de valores. En cambio, si la negociación se realiza en el mercado secundario, mediante agente no autorizado para emitir la constancia, la anotación en cuenta se va a efectuar con base al

comprobante de la operación que se realiza en la bolsa, teniendo como requisito que se indique en el instrumento legal de la emisión.

Además, no se invalida en cuanto a tercero la anotación en cuenta a favor de persona que adquiera, a cualquier título, valores anotados en cuenta de la persona que aparezca inscrito en los asientos de los libros de contabilidad del emisor, excepto que el adquirente hubiese obrado de mala fe. El emisor solo puede oponer frente al adquirente de buena, de valores anotados en cuenta las excepciones que se desprenden de la anotación contable, en relación al instrumento legal de emisión de la constancia o comprobante de la operación en bolsa. En caso que se desea constituir gravámenes sobre los valores anotados en cuenta estos van a ser oponibles a terceros una vez que se haya practicado su asiento en los libros de contabilidad del emisor. En los asientos contables solo pueden operar la enajenación o gravamen de valores anotados en cuenta, si quien dispone estos valores aparece legitimado en los registros contables.

Por último, se establece en esta ley que el emisor de valores representado mediante anotaciones en cuenta y el o los agentes responsables de su negociación y administración, son solidariamente responsables de los daños y perjuicios que causen. Es importante destacar que en esta ley no existe ningún articulado en el cual se haga mención de la emisión de Deuda Pública del Estado.

2.2 COSTA RICA, Ley Reguladora del Mercado de Valores, Ley No 7732, del 17 de Diciembre de 1997.

En la República de Costa Rica, se ha dictado un marco jurídico, denominado Ley No 7732, Ley Reguladora del Mercado de Valores, dictada por la Asamblea Nacional y Publicada el 17 de Diciembre de 1997, a través de la cual se tiene por objeto²⁴³ (Arto 1LRMV) regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o

²⁴³ En el caso de Nicaragua, el objeto del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales en su arto 1, se extiende un poco más a la promoción de las condiciones de transparencia y competitividad que posibilite el buen funcionamiento del mercado, esto a través de la difusión de toda la información necesaria procurando siempre la protección del inversor.

indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos, y por supuesto norma el medio a través del cual se facilita la creación de registro electrónicos.

En cuanto a la Oferta pública de valores y de servicios de intermediación²⁴⁴ (Arto 2 LRMV), esta ley contempla, que se entenderá por oferta pública de valores todo ofrecimiento, expreso o implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores entre el público inversionista. Determina también que por valores se deberá entender los títulos-valores así como cualquier otro derecho económico o patrimonial, incorporado o no en un documento, e aquí la posibilidad de ser representados a través de anotaciones electrónicas en cuenta. Será la Superintendencia la que establecerá los criterios para determinar si un documento o derecho no incorporado a un documento constituye un valor en los términos establecidos por la Ley.

La Ley costarricense, dedica el Título VII a la compensación, liquidación y custodia de valores, en el que se encuentra el Capítulo I, dedicado a las Medidas de Representación²⁴⁵ (Arto. 115 LRMV), en este capítulo se incluye la normatividad de las Anotaciones en Cuenta, detallando que las emisiones inscritas en el Registro Nacional de Valores e

²⁴⁴ Cabe hacer la salvedad de que en nuestro Proyecto de Ley de Mercados de Capitales, en su arto. 2, contempla lo que debe entenderse como Oferta Pública, sin embargo, a diferencia de la Ley Costarricense no contempla que el ofrecimiento a través del cual se pretenda proponer, emitir, colocar, negociar o comerciar valores sea expreso o implícito, dejando la estructura, a nuestro parecer, al arbitrio y voluntad de la partes, quienes en última instancia serán las que transarán y concretarán el negocio jurídico de valores. Al final del primer párrafo de este arto 2, se contempla lo que debe de entenderse como valores, y el mercado a través del cual se pueden transar, que en nuestro caso se determina, más específicamente, que dichos valores representados por títulos-valores y cualquier otro derecho de contenido patrimonial o económico, incorporado en un documento o no, podrán ser objeto de negociación en un mercado bursátil, es preciso pues hacer la aclaración de que nuestra Ley es más precisa, a nuestro parecer, en cuanto a mercado de negociación se refiere, ya que la ley Costarricense, determina que los títulos-valores o cualquier otro derecho de contenido económico o patrimonial se podrá negociar en un mercado de valores, radicando aquí una pequeña diferencia conceptual, pues el concepto de mercado de valores, hace referencia a un segmento del Sistema Financiero, en el cual las operaciones que se realizan en él, se relacionan con la emisión, colocación y distribución de títulos-valores. Se compone del Mercado Primario y Mercado Secundario, en cambio un Mercado Bursátil, se compone por las Operaciones Bursátiles, que se desarrollan en las Bolsas de Valores, Puestos de Bolsa y donde intervienen otros intermediarios, en las transacciones de valores mobiliarios efectuadas de acuerdo con las normas legales establecidas. Todas ellas habrán de cumplirse en el modo y forma que hubieran convenido los contratantes, siempre que no estén en contradicción con lo determinado en la Ley. Este mercado Bursátil, es pues, un elemento específico del Mercado de Valores, en lo que respecta a las transacciones de los valores mobiliarios.

²⁴⁵ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 137, Título VIII, de la Liquidación, Compensación y Custodia de los Valores, Capítulo I, dedicado a los Medios de representación.

Intermediarios, podrán representarse a través de anotaciones electrónicas en cuenta o mediante títulos, dichas modalidades, deberán constar en el acuerdo de emisión y aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión. Esta legislación determina que la representación de valores por medio de anotaciones electrónicas en cuenta será irreversible, mientras que la representación por medio de títulos será reversible. En estos casos la Superintendencia, establecerá con carácter general o para determinadas categorías de valores, que la representación por medio de anotaciones electrónicas en cuenta constituye la condición necesaria para la autorización de oferta pública.

Debe mencionarse que la Ley costarricense desarrolla la reglamentación de los Registros²⁴⁶, asumiendo que la Superintendencia General de Valores, reglamentará la organización y el funcionamiento de los registros, los sistemas de identificación y el control de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, así como las relaciones y comunicaciones de las entidades encargadas de tales registros con los emisores y las bolsas de valores. Asimismo, deberá velar por la certeza y exactitud de los mecanismos empleados en los procedimientos de cobro, compensación, transferencia y liquidación de dichos valores, salvaguardando, en todo momento, el interés de los inversionistas, la transparencia del mercado y la confianza del público inversionista²⁴⁷.

La Ley Costarricense hace mención sobre el Registro contable de los valores²⁴⁸, representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, el cual será llevado por un sistema de dos niveles:

²⁴⁶ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 143, Título VIII, Capítulo III de los Registros de valores, Reglamentación de Registros, en este se menciona que el Consejo Directivo de la Superintendencia normará la organización y el funcionamiento de los registros, los sistemas de identificación y el control de los valores, así como las relaciones y comunicaciones de las entidades encargadas de tales registros con los emisores y las bolsas de valores.

²⁴⁷ Arto. 116 Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica, Ley No 7732.

²⁴⁸ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 145, Título VIII, Capítulo III, de los Registros de valores, Registros Contables de Valores, el cual hace mención de que el registro contable de los valores que se encuentren inscritos en el Registro de Valores de la Superintendencia será llevado por un sistema de dos niveles.

a) El primer nivel se constituirá como único Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta, establecido según los lineamientos definidos por la Superintendencia y conformado por las siguientes entidades miembros:

1.- El Banco Central de Costa Rica será el responsable de administrar el registro de las emisiones del Estado y las instituciones públicas y podrá delegar, total o parcialmente, la administración de dicho registro en otra de las entidades miembros del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta. En este caso, dos representantes designados por la Junta Directiva del Banco Central deberán integrarse a la junta directiva de la respectiva entidad, para lo cual esta última deberá introducir las modificaciones estatutarias respectivas.

2.- Las centrales de valores autorizadas por la Superintendencia serán las responsables de administrar el registro de las emisiones de los emisores privados; para esto, podrán brindar, además, el servicio de administración y custodia de los libros de registro de accionistas de dichos emisores. La Superintendencia deberá velar porque las entidades miembros cumplan con estándares que garanticen la debida integración operacional del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta.

b) El segundo nivel estará constituido por las entidades adheridas al Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta, que podrán ser todas las autorizadas para prestar servicios de custodia y los miembros liquidadores del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación de Valores, cuando cumplan, además, con los requisitos especiales que la Superintendencia establezca para adherirse. No podrá negarse la adhesión a las entidades que hayan sido autorizadas por la Superintendencia²⁴⁹.

El Arto 118 de la LRMV²⁵⁰ de Costa Rica hace mención a las Anotaciones en registro, en el cual determina que las entidades miembros del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta llevarán las anotaciones correspondientes a la totalidad de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Para tal efecto, mantendrán dos cuentas por cada entidad adherida: una para los valores por cuenta propia y la otra para los valores por

²⁴⁹ Arto 117 LRMV, Ley No 7732.

²⁵⁰ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 146, Título VIII, Capítulo III de los Registros de valores, Anotaciones en Registro

cuenta de terceros. Las entidades adheridas llevarán las anotaciones de las personas físicas o jurídicas que no estén autorizadas para participar como entidades adheridas del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta. La suma total de los valores de terceros representados por las anotaciones que lleve una entidad adherida en todo momento deberá ser la contrapartida exacta de la suma correspondiente a valores por cuenta de terceros que dicha entidad tenga, en una de las entidades miembros del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta.

El Arto 119 de la LRMV²⁵¹, costarricense, determina las normas para entidades del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta. Las entidades miembros del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta además estarán sujetas a las siguientes normas:

- a) Las centrales de valores deberán ser autorizadas previamente por la Superintendencia, la cual deberá aprobar su constitución, sus estatutos y sus reglamentos de previo a su funcionamiento, así como sus modificaciones posteriores y la suscripción y transmisión de acciones, para lo cual establecerá los criterios que deberán seguirse para valorar el precio de las acciones.
- b) En la prestación de servicios, no podrán discriminar a los usuarios del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta, quienes deberán tener sus cuentas por medio de las entidades adheridas al Sistema.
- c) Deberán garantizar la confidencialidad de la identidad de los propietarios de los valores, conforme a las normas de la Superintendencia.
- d) Deberán mantener la rentabilidad de su patrimonio, de manera que cumplan con los montos y requisitos patrimoniales fijados por la Superintendencia y recuperen de sus usuarios el costo de los servicios prestados.
- e) Las centrales de valores deberán contar con un capital mínimo acorde con lo que establezca, reglamentariamente la Superintendencia. Las bolsas de valores podrán participar hasta en el cuarenta por ciento (40%) del capital de una central de valores. Si fueren varias bolsas, dicho porcentaje se distribuirá en partes iguales, salvo que alguna

²⁵¹ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 142, Título VIII, Capítulo II, de las Normas Adicionales para las Centrales de Valores.

bolsa decida tener una participación inferior. El resto del capital deberá distribuirse, proporcionalmente, entre las entidades adheridas que utilicen los servicios de la respectiva central de valores. Para efectos del cálculo de la participación accionaria, se contabilizarán las participaciones indirectas, en la forma que lo determine el reglamento de la Superintendencia.

El Arto 20 de la LRMV²⁵² de Costa Rica, contempla las Causas de Responsabilidad Civil y determina que la falta de práctica de las inscripciones, las inexactitudes y los retrasos en ellas y, en general, la inobservancia de las normas de organización y funcionamiento de los registros y sistemas de identificación, así como el control de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, darán lugar a la responsabilidad civil de la entidad miembro o adherida al Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta, según corresponda, frente a quienes resulten perjudicados. Todo lo anterior sin perjuicio de las sanciones disciplinarias o penales que también fueren aplicables.

En lo que respecta al Acuerdo por emitir valores el Arto 121 de la LRMV²⁵³, determina que toda emisión de valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, deberá ser acordada por la junta directiva o la asamblea de accionistas de la sociedad emisora, según corresponda y conforme a sus estatutos. El acuerdo deberá contener la indicación precisa del monto y las condiciones de la emisión, así como los demás requisitos que la Superintendencia establezca reglamentariamente. El acuerdo respectivo deberá ser inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. En el caso del Estado y las instituciones públicas, el monto y las demás condiciones de la emisión se indicarán en un extracto que deberá publicarse en La Gaceta, sin perjuicio de las demás leyes que resulten aplicables.

²⁵² Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 147, Título VIII, Capítulo III Causas de Responsabilidad Civil.

²⁵³ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 148, Título VIII, Capítulo III del Acuerdo para Emitir valores.

La LRMV²⁵⁴ de Costa Rica en su Arto 122, contempla la Constitución de Valores, al mencionar que los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta se constituirán en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable. Los suscriptores de estos valores tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones, cuando se pase de la representación mediante títulos-valores a la representación mediante anotaciones en cuenta. La Superintendencia dictará las disposiciones reglamentarias necesarias para garantizar la fungibilidad de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, para los efectos de la compensación y liquidación.

Por otra parte el Arto 123 de la LRMV²⁵⁵ de Costa Rica, determina que la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, tendrá lugar por inscripción en el correspondiente registro contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. Las entidades miembros y las adheridas al Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta deberán mantener bitácoras y otros documentos probatorios de las inscripciones practicadas al amparo de esta ley, de conformidad con las disposiciones que emita la Superintendencia. La transmisión será oponible a terceros desde que se haya practicado la inscripción. El tercero que adquiera, a título oneroso, valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, de no ser que en la adquisición haya obrado con dolo o culpa grave.

La entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción y del contenido del acuerdo de emisión en los términos del artículo 121, así como las que habría podido oponer en caso de que los valores estuvieran representados por medio de títulos, esto último en cuanto sea racionalmente aplicable dada

²⁵⁴ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 149, Título VIII, Capítulo III de la Constitución de Valores.

²⁵⁵ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 150, Título VIII, Capítulo III de la Transmisión de los Valores.

la naturaleza desmaterializada de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta.

La constitución de cualquier clase de gravamen sobre valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente equivaldrá al desplazamiento posesorio del título. La constitución del gravamen será oponible a terceros desde que se haya practicado la inscripción.

En lo que respecta a la Titularidad la LRMV²⁵⁶ de Costa Rica en su Arto 124, determina que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable de una entidad adherida al Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir que se realicen a su favor las prestaciones a que da derecho el valor representado por medio de anotación electrónica en cuenta. La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor del legitimado, se liberará de responsabilidad aunque este no sea el titular del valor. Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que corresponden al titular, será precisa la inscripción previa a su favor en el respectivo registro contable.

El Arto 125 de la LRMV²⁵⁷ de Costa Rica, hace mención a la acreditación mediante constancia, para lo cual determina que la legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, podrá acreditarse mediante la exhibición de constancias de depósito que serán, oportunamente, expedidas por las entidades adheridas al Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta, de conformidad con sus propios asientos. Dichas constancias no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación y no serán negociables; serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto las constancias. La mención de estas condiciones deberá indicarse en la constancia respectiva.

²⁵⁶ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 151, Título VIII, Capítulo III Titularidad.

²⁵⁷ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto 152, Título VIII, Capítulo III de la Acreditación Mediante Constancia.

En concordancia con la Compensación y Liquidación de los Títulos-valores debemos mencionar que la LRMV²⁵⁸ de Costa Rica, determina la Generalización del Sistema de Anotación electrónica en cuenta, al mencionar en su arto 129, que el Sistema de compensación y liquidación de valores deberá procurar la generalización del sistema de anotaciones electrónicas en cuenta, salvo las excepciones que autorice la Superintendencia en virtud de las circunstancias del mercado o la naturaleza particular de ciertos valores.

Y por último hemos de destacar que la Ley Costarricense determina en su Arto. 138, la emisión de constancias, especificando que las entidades que custodien valores expedirán a los depositantes constancias no negociables sobre los documentos depositados, las que servirán para demostrar la titularidad sobre los mismos. Si se tratare de títulos nominativos, estas constancias servirán para la inscripción en el registro del emisor, para acreditar el derecho de asistencia a las asambleas y, en general, para ejercer extrajudicial o judicialmente los derechos derivados de los títulos, según corresponda. En el caso de valores representados por anotaciones en cuenta, la entidad de custodia deberá observar lo señalado al respecto en esta ley.

2.3 El Salvador, Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, Decreto No 742, 22 de Marzo de 2002.

En esta Ley se establece que las anotaciones electrónicas en cuenta representan valores negociables mobiliarios, incorporados a un registro electrónico y no a un documento. Su creación, administración, los demás actos que recaen sobre las mismas y su extinción se regirán en su orden por esta Ley y, en su defecto, por la Ley del Mercado de Valores, por las demás leyes mercantiles en lo que esté de acuerdo a la naturaleza que es propia de las anotaciones electrónicas en cuenta y por los usos y costumbres bursátiles.

Los valores desmaterializados o anotados, al igual que los títulos-valores, son una especie de valor. La representación por medio de anotaciones electrónicas en cuenta es obligatoria

²⁵⁸ Véase, Proyecto de Ley de Mercado de Capitales de Nicaragua, Arto155, Titulo VIII, Capítulo IV, Generalización de la Desmaterialización de Valores.

para los valores negociables en bolsa. Las acciones y los valores no agrupados en emisiones podrán representarse por medio de títulos o de anotaciones electrónicas en cuenta, a voluntad del emisor. Además, toda sociedad puede representar sus acciones por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, para efecto que sean negociadas en Bolsa.

Esta ley define a la Anotación Electrónica de Valores en Cuenta como una nota contable efectuada en un Registro Electrónico de Cuentas de Valores llevado por una institución Depositaria. Es constitutiva de la existencia de valores desmaterializados, así como de las obligaciones de su emisor y de los derechos de su legítimo propietario. Las anotaciones en cuenta se crean en virtud de su inscripción en el Registro Electrónico de Cuentas de Valores.

El Registro Electrónico de Cuentas de Valores es un registro contable. Esta formado por las cuentas de depósito de valores que los depositantes tengan abiertas en la Depositaria. La validez de los actos que afecten la eficacia de los valores anotados, requiere que consten precisamente en ese registro. En consecuencia, los gravámenes, afectaciones y demás actos jurídicos que recaigan sobre los valores anotados, deben ser inscritos en dicho registro para que surtan efectos.

Se presume legítimo titular de un valor anotado, quien figura en el Registro de Cuentas de Valores. Quien aparezca como titular de una cuenta de depósito en el Registro de Anotaciones, lo es de una cantidad determinada de anotaciones en cuenta, sin referencia que identifique individualmente los valores.

Las cuentas de valores deben documentar los cargos y abonos efectuados por el depositante y el saldo de los valores en cada cuenta individual. Las cuentas globales documentan la sumatoria de los valores depositados por cada Casa (Puesto de Bolsa) y por otros participantes, identificando los valores que sean propios y los de terceros. La Depositaria no puede realizar sin causa legítima, ninguna operación que tenga efectos legales sobre el Registro de Cuentas de Valores.

A los emisores de acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta no se le exige la llevanza del Libro de Registro de Accionistas que el Código de Comercio de El Salvador exige. En su lugar la Depositaria lleva, por cada emisor, un Registro Electrónico de Accionistas que contiene la siguiente información: a) Características de las acciones; b) Nombre de los accionistas, su domicilio, residencia e indicación del número y clase de acciones que le pertenecen; c) Los llamamientos existentes sobre las acciones y los pagos que se efectúen; d) Los gravámenes que se constituyan sobre las acciones, los embargos que sobre ellas se trabaren y cualquier otro acto o circunstancia que las afecte. Para que estos actos existan o surtan efectos, deberán inscribirse en el Registro de Cuentas de Valores; y e) Las cancelaciones de los gravámenes, embargos y otras afectaciones, que también surten efectos desde su inscripción en el Registro de Cuentas de Valores.

Las transferencias de acciones deben de registrarse conforme se negocien en Bolsa. El Registro de Cuentas de Valores debe permitir establecer los nombres de los propietarios anteriores. A la fecha de una Junta General de Accionistas, el emisor debe considerar como accionistas a las personas que, el día hábil anterior, aparezcan en dicho registro como titulares de las acciones.

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta es irreversible, salvo en los casos establecidos por esta Ley, y la representación por medio de anotaciones en cuenta debe de aplicarse a todos los valores que integren una misma emisión. La emisión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta se realiza utilizando un macrotítulo.

La primera transferencia entre cuentas de un valor anotado, la lleva a cabo la Depositaria con base en las colocaciones hechas en mercado primario. Los traspasos de los valores representados por anotaciones en cuenta se efectúan por medio de transferencia contable, mediante asientos en los registros de la Depositaria y que, sin más requisitos será plena, cambiaria y sujeta a reglas de autonomía. Los valores anotados pueden transferirse o transmitirse fuera de Bolsa únicamente por causa de muerte, mediante dación en pago, adjudicación judicial o a título gratuito. El participante directo presentará a la Depositaria el

instrumento público otorgado en legal forma, la sentencia o la resolución que legitime al nuevo propietario, para que proceda a efectuar la transferencia entre cuentas.

El que de buena fe adquiriera valores representados por anotaciones en cuenta, no puede ser privado de ellos y no va a estar sujeto a reivindicación, aunque el vendedor no fuese su dueño y hubiere procedido dolosamente a transferirlos. Las transferencias entre cuentas pueden revertirse cuando sean efectuadas con base en instrucciones erróneas o inválidas, pero nunca en perjuicio de terceros de buena fe.

Asimismo, se manifiesta que los valores representados mediante anotaciones en cuenta son fungibles entre sí cuando corresponden a una misma emisión y tienen las mismas características. Estos valores anotados pueden poseerse en copropiedad. Pueden abrirse cuentas de depósito a nombre de dos o más personas, debiendo establecerse si obrarán en forma conjunta o separada. En todo caso deberán nombrar un representante común.

Previo a su negociación en mercado primario, los valores deben entregarse a la Depositaria en administración. El depósito de valores en administración se puede hacer en las siguientes formas:

- a) Por medio de endoso en administración del macrotítulo. En este caso, la Depositaria irá haciendo las deducciones parciales procedentes, conforme se efectúen las colocaciones, acreditando a las cuentas de sus clientes los valores negociados;
- b) Por medio de la entrega de un testimonio de la escritura de emisión, expedido por el notario a favor de la entidad Depositaria. En la escritura debe establecerse que la emisión de valores esta representada por medio de anotaciones en cuenta y que va a ser entregada en depósito y administración a una sociedad especializada en el depósito y custodia de valores;
- c) Mediante la simple entrega de los títulos; si son al portador, y en caso que sean nominativos o a la orden, mediante su “endoso en administración”, hecho por el legítimo titular, a favor de la Depositaria.

De igual forma pueden efectuarse operaciones de reporto con valores representados por medio de anotaciones en cuenta. En estos casos, la entrega de los valores se hará por medio de su transferencia a la cuenta del reportador. Se procederá de la misma manera cuando, a su vencimiento, tengan que ser devueltos al reportado.

El Banco Central lleva un Registro Electrónico de Emisiones y de Cuentas de Valores, en el cual puede inscribir los valores del Estado y del Banco Central, pudiendo delegar las anteriores funciones en una Depositaria en las condiciones que su Consejo Directivo determine. La representación mediante anotaciones en cuenta de los valores se realiza conforme la presente Ley y la Ley del Mercado de Valores, en lo pertinente.

Las emisiones del Estado se asentarán en el Registro de Depósito de Emisiones con base en el Decreto Legislativo de emisión, los acuerdos respectivos del Ministerio de Hacienda y otros documentos referentes a la colocación de los valores. En el caso del Banco Central, se asentarán con base en una Certificación de la resolución respectiva del Consejo Directivo. Los depósitos se harán en el Banco Central o en la Depositaria, según sea el caso.

La Depositaria debe llevar un Registro Electrónico de Depósito de Emisiones en el cual se documentan las emisiones depositadas y los actos que modifiquen, afecten o extingan los efectos jurídicos de la emisión. El texto literal del asiento de una emisión de valores anotados existente en dicho registro, determina el alcance y modalidades de los derechos y obligaciones del emisor.

El Registro Contable de Valores se rige por los principios de prioridad y tracto sucesivo:

a) Conforme al principio de prioridad, una vez producida cualquier inscripción, no puede 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. Asimismo, el acto que acceda primeramente al Registro Electrónico de Cuentas de Valores, va a ser preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo la Depositaria practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación; y

b) Conforme al principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores, es preciso la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del transferente. Igualmente, la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales, requerirá su previa inscripción a favor del disponente.

Los valores que la Depositaria tenga en administración y el resultado del ejercicio de los derechos inherentes a los mismos, no pueden ser embargados en ningún caso por obligaciones de la Depositaria. La Depositaria no puede ejercer acto alguno de disposición sobre los valores que tenga en administración, sino únicamente los que sean propios del mandato de administración que desempeña.

Previo al depósito de una emisión de valores representados mediante anotaciones en cuenta, el emisor debe cumplir con los requisitos y trámites de inscripción y registro de la emisión determinada por la Ley del Mercado de Valores. Posteriormente la Superintendencia expedirá a la Depositaria una certificación relativa al asiento de registro de la emisión.

Los embargos se inscriben en el Registro de Cuentas de Valores conforme el mandamiento contenido en el oficio respectivo, no pudiéndose registrar ninguna transferencia hasta que el embargo sea levantado judicialmente. La subasta de valores negociables en Bolsa que estén embargados deberá hacerse en las sesiones de negociación de una Bolsa, a través de la Casa que el depositario designe. La Depositaria debe informar a las Bolsas sobre los valores embargados, gravados o cuya negociación se ha restringido; desde que reciba dicha notificación, la Bolsa respectiva debe rechazar todas las operaciones de negociación que sobre los mismos se propongan o concierten y si le aparece alguna transferencia contractual, sucesoral o judicial, la Depositaria la registrará hasta que todos los gravámenes o embargos presentados se cancelen o liberen.

Sobre los valores representados mediante anotaciones en cuenta puede constituirse prenda, inscribiendo en el Registro de Cuentas de Valores el contrato de gravamen que se otorgue ante notario. Esta inscripción equivaldrá a un endoso en prenda. La entrega de la prenda se

realiza mediante el traspaso de los valores de la cuenta del deudor a la del acreedor o a la cuenta de valores en garantía que la Depositaria lleve para ese efecto.

La Depositaria puede expedir constancias de legitimación a los titulares de cuentas de valores a través de un participante directo, en relación a la propiedad sobre valores anotados; y también a terceros legítimamente interesados, en relación a derechos o afectaciones inscritos en el Registro de Cuentas de Valores. Las constancias tendrán como único efecto legitimar a su titular para que ejerza los derechos que los valores anotados le confieren. Las constancias deben contener la identidad del titular de los valores anotados, la identificación del emisor y de la emisión, el importe y clase de anotaciones en cuenta que comprendan, las restricciones a que los valores se sujetan, la finalidad para la que se expide, su plazo de vigencia y la fecha de expedición. Los valores comprendidos serán inmovilizados durante su plazo de vigencia. Transcurrido este plazo, las constancias caducarán.

También pueden expedirse a terceros interesados, constancias que acrediten la existencia de embargos judiciales, la constitución de gravámenes o de cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro. Estas constancias no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación. No son negociables por endoso, ni por medios civiles. No son títulos-valores y no tienen fuerza ejecutiva, excepto cuando acreditan la existencia de gravámenes prendarios.

A solicitud del propietario de valores, hecha por medio de una Casa, la Depositaria expedirá certificados de anotaciones en cuenta que tendrán como efecto legal la materialización de los valores a que se refieran. Serán títulos-valores a la orden, salvo en caso de acciones, que serán nominativas. No serán negociables por endoso, ni por medios civiles, pero tendrán fuerza ejecutiva. La Depositaria expedirá estos certificados cuando sean necesarios para que el titular de los valores anotados o quien esté legalmente facultado, reclame judicialmente los derechos que las anotaciones en cuenta le otorgan.

El certificado de anotaciones en cuenta expresará el importe y las características de los valores que ampara, así como los derechos que de acuerdo al Registro de Depósito de Emisiones confiere a su titular. En el certificado deberán constar los gravámenes o restricciones que pesen sobre los valores anotados. Un mismo certificado no podrá amparar valores que no pertenezcan a una misma emisión. El certificado de anotaciones en cuenta, podrá desmaterializarse por medio de su presentación a la Depositaria. En este caso, la Depositaria inscribirá nuevamente las anotaciones en cuenta que comprende y los demás actos que consten en el mismo y cancelará el certificado. Estos certificados de valores anotados traen aparejada ejecución sin necesidad de previa diligencia, requerimiento o acto de ninguna clase.

Los saldos, estados de cuenta, constancias de legitimación y certificados de anotaciones en cuenta se expedirán una vez terminadas las sesiones de negociación y concluido el proceso de entrega y pago de los valores negociados.

La Depositaria puede recibir en depósito y administración valores inscritos en una Bolsa extranjera o anotados en una Depositaria del exterior. Las condiciones bajo las cuales se prestará este servicio de depósito y administración, se determinarán en los contratos de custodia que la Depositaria suscriba con la institución Depositaria extranjera. Dichos contratos deberán contener todas las cláusulas y condiciones procedentes.

El emisor puede solicitar a la Depositaria la transformación de las anotaciones en cuenta en títulos-valores y ésta debe solicitarlo a la Superintendencia, la cual se expresará favorablemente siempre que cumpla con los requisitos legales pertinentes. La transformación de valores se hará a costa del emisor. El emisor debe remitir a la Depositaria los títulos-valores respectivos ya firmados, para que ésta cancele el asiento de la emisión en el Registro de Depósito de Emisiones y las anotaciones contables existentes en el Registro de Cuentas de Valores. Los títulos-valores serán emitidos “a la orden”, a favor del titular de la cuenta de valores y contendrán todos los derechos que confieran a su propietario. En el caso de las acciones serán nominativas. Una vez transformadas las

anotaciones en cuenta en títulos-valores, la Depositaria tendrá la custodia de éstos. Cuando sean retirados por sus titulares, los endosará en propiedad o se los entregará.

En el caso de acciones, la Depositaria deberá entregar a la sociedad emisora una certificación del asiento relativo al Registro de Accionistas. La sociedad emisora deberá elaborar el respectivo Libro de Registro de Acciones Nominativas en un plazo de quince días, contados a partir de la fecha de la entrega de la certificación.

Por último hemos de mencionar que esta Ley permite que las personas naturales titulares de valores depositados, pueden designar uno o más beneficiarios a efecto que, a su fallecimiento, la Depositaria los anote en cuenta a favor de las personas que serán los nuevos titulares de los valores. El titular de la cuenta señalará la proporción en que el saldo deberá distribuirse cuando existan varios beneficiarios y en caso que no lo haga, la distribución se hará por partes iguales.

El nombramiento del beneficiario deberá constar en el contrato de administración de valores que la Casa celebre con sus clientes y en los registros de la Depositaria, en cuyo caso la comunicación oportuna del nombre del beneficiario o los cambios será responsabilidad de la Casa. La designación del beneficiario no será válida si se comunica a la Depositaria después del fallecimiento del depositante. La Depositaria deberá anotar los valores a nombre de los designados cuando la Casa le presente la partida de defunción del causante y el contrato de administración de valores con el nombre del beneficiario.

CAPÍTULO IV: RÉGIMEN JURÍDICO DE NUESTRO MERCADO DE VALORES Y SU RELACIÓN CON LA DESMATERIALIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES

En el presente capítulo abordaremos las principales Leyes que se encargan de regir nuestro mercado de valores y su relación con la desmaterialización de los títulos-valores, y para poder llevar a cabo esta tarea empezaremos nuestro análisis estudiando las Leyes generales para poder culminarlo con las específicas. Por último, abordaremos aquéllas que se encargan de regular el proceso operativo de nuestra Bolsa de Valores. Entre estas tenemos las siguientes:

1. Constitución Política de la República de Nicaragua²⁵⁹

En un primer momento tenemos que analizar lo normado en nuestra Carta Magna que comprende en su Título VI, “Economía Nacional, Reforma Agraria y Finanzas Públicas”, Capítulo I, “Economía Nacional”, un conjunto de normas que van desde el artículo 98 al 105 Cn, cuya finalidad primordial es regular nuestra Economía Nacional de manera general, y que en lo referido a nuestro estudio se encuentra comprendido en los artículos 99 y 104 que expresan lo siguiente:

El Estado es responsable de promover el desarrollo integral del país, y por ello debe garantizar los intereses y las necesidades particulares, sociales, sectoriales y regionales de la nación. Es responsabilidad del Estado proteger, fomentar y promover las formas de propiedad y de gestión económica y empresarial privada, estatal, cooperativa, asociativa, comunitaria y mixta, para garantizar la democracia económica y social. Además, se reconoce que el ejercicio de las actividades económicas les corresponde primordialmente a los particulares. Se reconoce el rol protagónico de la iniciativa privada, la cual comprende en un sentido amplio, a grandes, medianas y pequeñas empresas, microempresas, empresas cooperativas, asociativas y otras.

²⁵⁹ Constitución Política de 1987 y sus reformas leyes 192, 199 de 1995 y 330 del año 2000.

Se manifiesta que el Banco Central es el ente estatal regulador de nuestro sistema monetario. Y los bancos estatales y otras instituciones financieras del Estado son instrumentos financieros de fomento, inversión y desarrollo, y diversifican sus créditos con énfasis en los pequeños y medianos productores. Correspondiéndole a éste garantizar su existencia y funcionamiento de manera irrenunciable.

Por último, el Estado debe garantizar la libertad de empresa y el establecimiento de bancos y otras instituciones financieras, privadas y estatales, que se regirán conforme las leyes de la materia²⁶⁰.

Hemos de denotar que en el presente artículo se manifiesta la responsabilidad que tiene el Estado de garantizar un ordenamiento jurídico en el cual se le brinde seguridad a las instituciones Bancarias, Financieras, y a las empresas privadas para que estas puedan invertir en nuestro país, debido a que se le reconoce el papel protagónico que juega la empresa privada.

Además, se reconoce que las empresas que se organicen bajo cualquiera de las formas de propiedad establecidas en nuestra Constitución, gozan de igualdad ante la ley y las políticas económicas del Estado. Y se garantiza el pleno ejercicio de las actividades económicas, sin más limitaciones que por motivos sociales o de interés nacional impongan las leyes, y se menciona que la iniciativa económica es libre²⁶¹.

Consideramos que estos son los artículos que permiten que en nuestro ordenamiento jurídico se garantice la existencia de un Mercado de Valores, en los cuales intervienen las Bolsas de Valores, Puestos de Bolsa, Agentes de Bolsa, los inversionistas, y permiten así que el Estado apruebe a través del poder legislativo Leyes especiales que se han de encargar de su normativa, funcionamiento y procedimientos.

²⁶⁰ Artículo 99 Cn.

²⁶¹ Artículo 104 Cn.

2. Ley General de Títulos Valores, Decreto 1824, publicada en las Gacetas números 146, 147, 148, 149, 150 y 170.

Nuestra Ley General de Títulos Valores, en adelante LGTV, Decreto 1824, regula a los títulos-valores de la siguiente manera:

Primeramente se reconocen las disposiciones generales que son un conjunto de normas que regulan aquellas características que son afines a todos los Títulos Valores. Estas se encuentran comprendidas en su Libro Primero, Títulos I, II, III, y IV, de los artículos 1 al 106.

En segundo lugar, las disposiciones especiales que son aquellas normativas que reglamentan cada uno de los títulos-valores en particular. Por ejemplo: La Letra de Cambio, el Pagaré, el Cheque. Que se encuentran contenidas en su Libro Segundo, Títulos II, III, IV, VIII y IX, de los artículos 107 al 335. A continuación proseguimos a abordar las disposiciones generales.

En nuestra LGTV se entiende que son títulos-valores los documentos necesarios para ejecutar el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna. Representan cosas muebles corporales de carácter mercantil y su creación, emisión, transferencia y demás operaciones que en ellos se estipulen, son siempre actos de comercio²⁶².

En su artículo 6 se señala que los títulos-valores deben de expresar lo siguiente:

1. El nombre del título de que se trata.
2. La promesa o reconocimiento unilateral del suscriptor.
3. Las prestaciones y derechos que el título confiera.
4. El lugar de cumplimiento o ejercicio de tales prestaciones o derechos.
5. La fecha y lugar de emisión.
6. La firma de quien lo emite, o de la persona que lo haga en su representación.

²⁶² Artículo 1 LGTV.

7. La indicación de si el título es nominativo, a la orden o al portador.

Si no se menciona el lugar del cumplimiento se tiene como tal el lugar de la emisión. A falta de indicación expresa del lugar de emisión se debe considerar como tal el lugar indicado junto al nombre del suscriptor, y si no se indica, el del domicilio de éste. Si se señalan varios lugares de cumplimiento o el creador del título tiene varios domicilios, el tenedor tiene el derecho de elección.

En lo referente a la firma de la persona que lo emite se señala en la LGTV en su artículo 22 que el título-valor puede estar firmado personalmente por el obligado o por su apoderado o representante, y aquél que no sepa o no pueda firmar sólo puede obligarse en títulos-valores si éstos lo suscriben su apoderado o representante.

La figura del endoso se reconoce en el artículo 34 señalando que el título-valor extendido o endosado y/o a favor de determinadas personas, significa la propiedad total de cualquiera de esas personas, sin derecho a reclamo por actos unipersonales de cobro o disposición. En caso de muerte el único dueño es el superviviente.

También se regula la figura del Aval manifestando en sus artículos 37 y 38 que mediante el aval se puede garantizar en todo o en parte, el pago de un título-valor. El aval debe constar en el título mismo o en hoja adherida a él. Se expresa con la fórmula por aval u otra equivalente y debe de llevar la firma de quien lo presta. La sola firma puesta en el título, cuando no se le pueda atribuir otra significación, se tiene como firma del avalista.

Además, su artículo 43 reza que los títulos-valores emitidos en serie pueden ser reunidos en un título múltiple (macrotítulo), y los títulos múltiples pueden ser fraccionados en varios títulos de tipo menor, a petición y a costa del poseedor.

En su Título II se presentan las diversas clases de Títulos-Valores, los cuales pueden ser según su ley de circulación al portador, a la orden y nominativos²⁶³. Los títulos-valores al

²⁶³ Artículo 46 LGTV.

portador y los nominativos son recíprocamente convertibles de un tipo a otro a petición y a costa del poseedor²⁶⁴.

Son títulos al portador los no expedidos a favor de persona determinada contengan o no la cláusula “AL PORTADOR”, y su transferencia opera con la simple entrega del título²⁶⁵. El poseedor de un título al portador se legitima para el ejercicio del derecho en él consignado con solo la presentación del título²⁶⁶.

Los títulos-valores a la orden son los expedidos a la orden de una persona cuyo nombre se consigna en el texto mismo del documento, o a favor de dicha persona o a su orden. La transferencia del título a la orden se opera mediante el endoso y entrega del título, y la adquisición de un título-valor a la orden por medio diverso del endoso produce los efectos de una cesión ordinaria, la cesión confiere al cesionario del título a la orden el mismo derecho del cedente y lo sujeta a las excepciones personales que el obligado puede oponer al autor de la transmisión antes de ésta, además quien adquiere el título a la orden por causa de muerte tiene los mismo derechos que su causante y va a ocupar su lugar²⁶⁷.

El endoso debe constar en el título mismo o en hoja adherida a él y debe de llenar los siguientes requisitos: a) El nombre del endosatario; b) La clase del endoso; c) El lugar y la fecha; y d) La firma del endosante o de su legítimo apoderado señalando la fecha, número del Poder y Notario ante quien fue otorgado²⁶⁸.

Son títulos nominativos los expedidos a favor de una persona determinada cuyo nombre, por expresarlo el título mismo o prevenirlo la ley, se consigna a la vez en su registro que debe llevar el emisor. La transferencia del título nominativo se opera mediante la presentación del título al emisor, y la anotación del nombre del adquirente en el título y en el registro del emitente, o con libramiento de un nuevo título extendido a nombre del adquirente, de cuyo libramiento se debe hacer anotación en el registro. La transferencia

²⁶⁴ Artículo 47 LGTV.

²⁶⁵ Artículos 48 y 49 LGTV.

²⁶⁶ Artículo 50 LGTV.

²⁶⁷ Artículos 52,53 y 54 LGTV.

²⁶⁸ Artículo 56 LGTV.

puede hacerse a solicitud del titular enajenante, o bien a solicitud del adquirente que pruebe su derecho mediante documento auténtico. El poseedor de un título nominativo se legitima para el ejercicio del derecho en él consignado a base de la presentación del título y de la anotación conforme al nombre del poseedor en el título y en el Registro del emisor²⁶⁹.

En lo referente a las disposiciones especiales en este apartado hemos de señalar de manera específica cuáles son los títulos-valores que se regulan en nuestra LGTV.

La Letra de Cambio es un título de crédito a la orden, que contiene una orden incondicional, por escrito, de una persona a otra, firmada por aquella, requiriendo ésta pagar en cierto tiempo y determinado lugar una suma fija cuyo pago deberá a tercera persona designada por el librador o a quien se presente como legítimo tenedor del documento²⁷⁰, además, la letra de cambio es el principal ejemplo de un título a la orden, y en nuestra legislación ésta debe de contener lo siguiente:

1. La denominación de letra de cambio, inserta en el texto mismo del título y expresada en el idioma empleado en la redacción de dicho título;
2. La orden incondicionada de pagar una cantidad determinada de dinero;
3. El nombre de la persona que debe efectuar el pago (librado);
4. La indicación del vencimiento;
5. La indicación del lugar en que debe efectuarse el pago;
6. El nombre de la persona a quien o a la orden de quien debe hacerse el pago;
7. La indicación de la fecha y del lugar en que letra se libra; y
8. La firma de la persona que expide la letra (librador), o de la persona que lo haga en su representación²⁷¹.

La letra de cambio en que se indican varios lugares de pago puede ser presentada en cualquiera de ellos a la aceptación y al pago. Además, ésta puede ser librada a la orden del

²⁶⁹ Artículos 73, 75 y 76 LGTV.

²⁷⁰ A. Solórzano Reñazco, Op. Cit., pág. 222.

²⁷¹ Artículo 108 LGTV.

propio librador, a cargo de él mismo o por cuenta de un tercero²⁷². La letra de cambio puede ser, hasta su vencimiento, presentada a la aceptación del librado, en el lugar de su domicilio, por el portador o aún por un simple detentador. La aceptación debe presentarse por escrito en la letra de cambio, se debe expresar con la palabra “aceptado”, “visto” o con otras equivalentes; y debe ser firmada por el librado. La simple firma del librado puesta en el anverso de la letra vale como aceptación²⁷³.

La letra de cambio se puede librar:

1. A la vista;
2. A cierto plazo vista;
3. A cierto plazo fecha;
4. A día fijo; y
5. Con vencimientos parciales sucesivos. Las letras de cambio con otros vencimientos se considerarán pagaderas a la vista²⁷⁴.

La letra de cambio a la vista se debe de pagar en el momento de su presentación. Debe presentarse para su pago dentro del plazo de un año a partir de su fecha. El librador puede abreviar este plazo o estipular uno más largo. También los endosantes pueden abreviar estos plazos²⁷⁵.

La letra de cambio a un cierto plazo vista, debe de presentarse a la aceptación dentro de un año a contar de su fecha, el librador y los endosantes pueden abreviar este plazo. El vencimiento de una letra de cambio a cierto plazo vista se determina por la fecha de su aceptación o por la de su protesto. A falta de protesto la aceptación sin fecha, respecto del aceptante, se considera dada el último día del plazo previsto para la presentación a su aceptación²⁷⁶.

²⁷² Artículos 110 y 111 LGTV.

²⁷³ Artículos 119 y 123 LGTV.

²⁷⁴ Artículo 131 LGTV.

²⁷⁵ Artículo 132 LGTV.

²⁷⁶ Artículos 121 y 133 LGTV.

El vencimiento de una letra de cambio librada a uno o varios meses de su fecha o de la vista, tiene lugar en la fecha correspondiente del mes en que el pago deba efectuarse. A falta de fecha correspondiente, el vencimiento tiene lugar en el último día de dicho mes. Si la letra es librada a uno o varios meses y medio a contar de su fecha vista, se cuentan primero los meses enteros. Si el vencimiento se ha fijado para principios, a mediados (mediados de enero, mediados de febrero, etc.) o para fines de mes, se entiende por estos términos, respectivamente, el primero, el quince o el día último del mes. La expresión “medio mes” indica un plazo de quince días efectivos²⁷⁷.

Si la letra de cambio es pagadera a día fijo en un lugar en que el calendario sea diferente del de lugar de emisión, la fecha del vencimiento se considera fijada con arreglo al calendario del lugar de pago. Si la letra de cambio librada entre dos plazas que tengan calendarios diferentes es pagadera a cierto plazo fecha, el día de la emisión se reduce al correspondiente del calendario del lugar de pago, y el vencimiento se determina en consecuencia²⁷⁸.

El portador de una letra de cambio pagadera a día fijo o a cierto plazo de la fecha o de la vista, debe presentarla al pago el día en que la misma es pagadera o en uno de los dos días hábiles siguientes. La presentación de la letra de cambio a una Cámara de compensación, equivale a la presentación para el pago²⁷⁹.

La acción cambiaria puede ser directa o de regreso; directa contra el aceptante y sus avalistas; de regreso contra cualquier otro obligado. El portador puede ejercitar la acción de regreso contra los endosantes, el librador y los otros obligados: A) Al vencimiento, si el pago no ha tenido lugar; y B) Aún antes del vencimiento: 1. Si la aceptación ha sido rechazada en todo o en parte; 2. En caso de quiebra del librado, haya o no aceptado; de suspensión de sus pagos, aunque no se haya declarado judicialmente; o de ejecución infructuosa sobre sus bienes; y 3. En caso de quiebra del librador de una letra no aceptable²⁸⁰.

²⁷⁷ Artículo 134 LGTV.

²⁷⁸ Artículo 135 LGTV.

²⁷⁹ Artículo 136 LGTV.

²⁸⁰ Artículo 140 LGTV.

La negativa de aceptación o de pago debe hacerse constar por acto notarial auténtico (protesto por falta de aceptación o por falta de pago). El protesto por falta de aceptación debe hacerse en los plazos que se han fijado para la presentación a la aceptación. Y el protesto por falta de pago de una letra de cambio pagadera a día fijo, o a cierto plazo de su fecha o de su vista, debe hacerse en uno de los dos días hábiles siguientes al día en que la letra es pagadera²⁸¹.

Todas las acciones que nacen de la letra de cambio contra el aceptante prescriben a los tres años, contados desde la fecha de su vencimiento. Las acciones del portador contra los endosantes y contra el librador prescriben en un año, contado desde la fecha del protesto levantado en tiempo oportuno, o desde la fecha del vencimiento, en caso de cláusula “sin gastos”. Y las acciones de unos endosantes contra otros y contra el librador prescriben en seis meses contados desde el día en que el endosante ha pagado la letra o desde el día en que se ha ejercitado la acción de regreso contra él²⁸².

El Pagaré a la Orden es una promesa escrita de pagar cierta cantidad de dinero a determinada persona o a su orden, en el plazo que se establezca. Los pagarés a la orden procedentes de operaciones mercantiles, producen iguales obligaciones o efectos que las letras de cambio, excepto la aceptación, que es privativa de éstas. Se diferencian: Por la denominación peculiar; por constituir el pagaré, una promesa de pago y no un mandato de pago o una carta representativa de crédito²⁸³.

El pagaré a la orden debe contener:

1. La denominación de pagaré a la orden escrita en el texto mismo y expresada en el idioma empleado en la redacción del título;
2. La promesa incondicionada de pagar una cantidad determinada de dinero;
3. La indicación del vencimiento;
4. La indicación del lugar en que debe efectuarse el pago;

²⁸¹ Artículo 141 LGTV.

²⁸² Artículo 172 LGTV.

²⁸³ A., Solórzano Reñazco, Op. Cit., pág 198.

5. El nombre de la persona a quien o a la orden de quien debe hacerse el pago;
6. La indicación de la fecha y del lugar en que se suscriba el pagaré; y
7. La firma de la persona que expide el pagaré (suscriptor), o de la persona que lo haga en su representación²⁸⁴.

El suscriptor de un pagaré a la orden queda obligado del mismo modo que el aceptante de una letra de cambio²⁸⁵.

El Cheque es una orden incondicional de pago girada contra un Banco y pagadera a la vista. El cheque debe de constar por escrito en una de las fórmulas suministradas por el Banco girado a la cuenta-correntista y debe contener:

1. Nombre del Banco girado;
 2. Lugar y fecha de la expedición;
 3. Nombre de la persona a cuya orden se gira o mención de ser al portador;
 4. Mandato puro y simple de pagar una suma determinada, la cual debe ser escrita en letras y también en cifras, o con máquina protectora; y
 5. Firma del girador, de su apoderado o de persona autorizada para firmar en su nombre
- El cheque debe ser necesariamente escrito con tinta o a máquina y la firma que lo cubra debe ser autógrafa²⁸⁶.

El cheque no puede ser aceptado. Toda mención de aceptación consignada en un cheque se reputa no escrita sin perjuicio de lo dispuesto respecto de los cheques certificados²⁸⁷.

El cheque puede ser pagadero:

1. A una persona determinada, con o sin cláusula expresa “a la orden”;
2. A una persona determinada, con la cláusula “no a la orden” u otra equivalente; y

²⁸⁴ Artículo 175 LGTV.

²⁸⁵ Artículo 178 LGTV.

²⁸⁶ Artículo 185 LGTV.

²⁸⁷ Artículo 187 LGTV.

3. Al portador²⁸⁸.

Toda estipulación de intereses en el cheque se reputa no escrita. El cheque pagadero a una persona determinada, con o sin cláusula expresa “a la orden” es transferible mediante endoso. El cheque pagadero a favor de una persona determinada con la cláusula “no a la orden” u otra equivalente, sólo puede ser endosado para su cobro a un Banco²⁸⁹.

El cheque es pagadero a la vista. Toda mención en contrario se reputa no escrita. El cheque presentado al pago antes del día indicado como fecha de emisión (cheque posdatado), es pagadero el día de la presentación²⁹⁰.

Los cheques deben presentarse para su pago:

1. Dentro de los ocho días, si es pagadero en el mismo lugar de su expedición;
2. Dentro del mes, si es pagadero en el mismo país de su expedición, pero en lugar distinto al de éste;
3. Dentro de los tres meses, si fuera librado en el extranjero y pagadero en el territorio nacional, y
4. Dentro de los tres meses, si fuere librado dentro del territorio nacional para ser pagadero en el extranjero, siempre que no fijaren otro plazo las leyes del lugar de presentación.

Los plazos indicados corren desde el día indicado en el cheque como fecha de emisión. Si el cheque es librado entre dos plazas que tengan calendarios diferentes, el día de la emisión se reducirá al correspondiente del calendario del lugar del pago²⁹¹.

La acción de regreso del portador contra los endosantes, el librador y los demás obligados prescribe a los seis meses, contados desde la expiración del plazo de presentación. La acción de regreso de los diversos obligados al pago de un cheque entre sí, prescribe a los seis meses a

²⁸⁸ Artículo 188 LGTV.

²⁸⁹ Artículos 190 y 194 LGTV.

²⁹⁰ Artículo 202 LGTV.

²⁹¹ Artículo 203 LGTV.

contar desde el día en que el obligado ha pagado el cheque o desde el día en que se ha ejercitado la acción de regreso contra él²⁹².

Además, de la Letra de Pago, el Pagaré y los Cheques, existen otros títulos-valores regulados en nuestra LGTV siendo los siguientes:

La Carta de orden de crédito es un documento que da un comerciante en favor de otra persona y contra otro comerciante, para la entrega del dinero que le pida hasta cierta cantidad determinada y dentro de un plazo señalado expresamente. La carta de crédito no puede extenderse ni al portador ni la orden, sino en favor de determinada persona, la cual está obligada a probar su identidad, si el pagador lo exigiere²⁹³.

Los debentures son títulos-valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad anónima. Son considerados bienes muebles aún cuando estén garantizados con derechos reales sobre inmuebles. Además, los debentures pueden ser nominativos, a la orden o al portador, y tienen igual valor nominal, que es de cien veces o múltiplos de cien, de la unidad monetaria en que se creen²⁹⁴.

Los debentures se emiten por orden de serie. No pueden emitirse nuevas series, mientras la anterior no esté totalmente colocada, además de los requisitos que deben de contener la letra de cambio, el pagaré y el cheque los bonos deben de contener: 1. El nombre, el objeto y el domicilio de la sociedad creadora; 2.-El monto del capital social y la parte pagada del mismo; así como el de su activo y pasivo, según el resultado de la auditoría que debe practicarse precisamente para proceder a la creación de los debentures; 3. El importe de la emisión con expresión del número y del valor nominal de los debentures; 4. La indicación de la cantidad efectivamente recibida por la sociedad creadora, en los casos en que la emisión se coloque bajo la par o mediante el pago de comisiones; 5. El tipo de interés; 6. La forma de amortización de los títulos; 7. La especificación de las garantías especiales que se constituyan; así como los datos de su inscripción en el Registro correspondiente; 8. El lugar, la fecha y el

²⁹² Artículo 219 LGTV.

²⁹³ Artículos 273 y 274 LGTV.

²⁹⁴ Artículos 285 y 286 LGTV.

número de la escritura, pública de creación; así como el nombre del Notario autorizante y el número y fecha de la inscripción de dicha escritura en el registro; 9. La firma de la persona designada como representante común de los debenturistas²⁹⁵.

La creación de los títulos se hace por declaración unilateral de voluntad de la sociedad creadora, que hace constar en escritura pública, la que se debe de inscribir en el Registro Público de Comercio y en los Registros correspondientes a las garantías específicas que se constituyan²⁹⁶.

Pueden crearse debentures que confieran a sus tenedores el derecho de convertirlos en acciones de la sociedad. Los títulos de los debentures convertibles, además de los requisitos generales que deben contener, tienen que indicar el plazo dentro del cual sus titulares puedan ejercitar el derecho de conversión, y las bases para la misma. Además, la creación de valores bancarios debe ser autorizada por el Consejo Directivo del Banco Central previo dictamen favorable de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones²⁹⁷.

Y por último hemos de señalar todo lo normado en relación a las Cédulas Hipotecarias que dice así: Quienes tengan poder de disposición sobre un inmueble o sobre un buque, pueden por declaración unilateral de voluntad y con la intervención de un Banco especialmente autorizado o una institución del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo, en los casos contemplados en la Ley Orgánica del mismo, constituir créditos hipotecarios sobre dichos bienes, con creación de cédulas hipotecarias que incorporen una parte alícuota del crédito correspondiente. La creación de estos títulos se hace por declaración unilateral de voluntad de la sociedad creadora, que hace constar en escritura pública, y la que se debe de inscribir en el Registro Público de Comercio, y la escritura pública respectiva se debe de inscribir en igual forma que las escrituras de hipoteca común²⁹⁸.

²⁹⁵ Artículos 288 y 289 LGTV.

²⁹⁶ Artículo 294 LGTV.

²⁹⁷ Artículos 315, 316 y 321 LGTV.

²⁹⁸ Artículos 294 y 325 LGTV.

Nuestra Ley General de Títulos Valores ha determinado la regulación de éstos a través de las normativas generales y estipula en su cuerpo ley las disposiciones especiales, que norman en específico a cada uno de los títulos-valores en particular. Hemos estudiado la normativa que regula las características, los conceptos, requisitos y clasificación de los títulos-valores, sin embargo, es nuestra tarea mencionar, que en cuanto al tema que nos compete no se hace alusión alguna sobre la posibilidad de desmaterializar un título-valor y representar el valor a través de una anotación en cuenta, por el contrario se debe dejar claro que nuestra Ley abraza el concepto del maestro italiano Cessare Vivante, cuando nos plantea que un título-valor es el documento necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo expresado en el mismo, concepto que desde nuestra perspectiva además de carecer de los elementos, como la circulación y la incorporación, se limita exclusivamente a una sola forma de representación de los hechos, el Papel, dejando por fuera la influencia de la desmaterialización y consecuentemente renunciando a la posibilidad de representar los valores ya no en papel sino a través de Registro Contables Electrónicos (Anotaciones en Cuenta), que permitirían agilizar las transacciones de los valores contenido en los títulos, agilizándose así el comercio, y las transacciones mercantiles, sobre todo en los Mercados Bursátiles.

3. Ley General de Bancos, Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros, Ley No 561, del 30 de noviembre de 2005, La Gaceta, Diario Oficial No. 232.

Esta Ley regula las actividades de intermediación financiera y de prestación de otros servicios financieros con recursos provenientes del público, las cuales se consideran de interés público.

La función fundamental del Estado es la de velar por los intereses de los depositantes que confían sus fondos a las instituciones financieras legalmente autorizadas para recibirlos, así como reforzar la seguridad y la confianza del público en dichas instituciones, promoviendo una adecuada supervisión que procure su debida liquidez y solvencia en la intermediación de los recursos a ellas confiados. Además, quedan sometidos al ámbito de aplicación de esta ley, las siguientes instituciones:

1. Los Bancos.
2. Las Instituciones Financieras no bancarias que presten servicios de intermediación bursátil o servicios financieros con recursos del público, calificadas como tales por la Superintendencia de Bancos y de otras Instituciones Financieras.
3. Sucursales de Bancos extranjeros.
4. Los Grupos Financieros.
5. Las Oficinas de Representación de Bancos y Financieras Extranjeras.

Como hemos podido observar la Bolsa de Valores y las demás instituciones que actúan en la actividad bursátil se encuentran comprendidas en su inciso segundo, por tanto hemos de entender que son instituciones financieras no bancarias las compañías de seguros y los almacenes generales de depósito como instituciones auxiliares de crédito. El Superintendente de Bancos puede calificar como institución financiera no bancaria a otras instituciones de carácter financiero no previstas en esta Ley. A las instituciones financieras no bancarias previstas en la ley le son aplicables, en lo que fuera conducente de conformidad a sus características particulares, las siguientes disposiciones:

1. Los del Título II y III. Cuando las instituciones financieras no bancarias se encuentren autorizadas por su régimen especial para recibir depósitos del público, primas en concepto de aseguramiento y mercancía que respalden bonos de prenda, gozarán de los privilegios establecidos en el Capítulo VI del Título II, quedando sujetas a las prohibiciones establecidas en el artículo 57 de la presente Ley.

2. Los Títulos V, VI y VII. En caso de duda sobre la aplicación de las anteriores disposiciones a las instituciones financieras no bancarias, le corresponde decidirla con carácter general, al Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos.

El Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos queda autorizado para establecer en las materias reguladas en la Ley, respecto a las operaciones, objeto y naturaleza de las instituciones financieras no bancarias, normas generales prudenciales, en todo lo que sea

necesario para promover la adecuada supervisión, así como de procurar la debida liquidez y solvencia de tales instituciones.

Están bajo el ámbito de aplicación de esta Ley las instituciones no financieras que prestan servicios de intermediación bursátil, correspondiéndole en nuestro país a la Bolsa de Valores de Nicaragua, S.A., al actuar como intermediaria entre un puesto de bolsa comprador de títulos-valores, y un puesto de bolsa vendedor de éstos. Una vez que sea aprobado el PLMC se podrán negociar valores desmaterializados en la Bolsa, los cuales serán anotados en cuenta una vez que se realice la transacción bursátil, y se proceda a su inscripción en su respectiva Central de Valores. La función primordial de esta Ley es normar a la intermediación financiera y otros servicios no financieros.

4. Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua, Ley No 317, del 15 de octubre de 1999, La Gaceta Diario Oficial No. 197

La presente Ley tiene por objeto regular el funcionamiento del Banco Central de Nicaragua, ente estatal regulador del sistema monetario, creado por el Decreto No. 525, del 28 de Julio de 1960, publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 211 del 16 de Septiembre del mismo año, siendo éste un Ente Descentralizado del Estado, de carácter técnico, de duración indefinida, con personalidad jurídica, patrimonio propio y plena capacidad para adquirir derechos y contraer obligaciones, respecto de aquellos actos y contratos que sean necesarios para el cumplimiento del objeto y atribuciones establecidas en esta ley.

Para todos los efectos legales se entiende que la personalidad jurídica del Banco ha existido sin solución de continuidad desde la entrada en vigencia del Decreto No. 525 que lo creó. Además se establece que el Banco Central de Nicaragua está sujeto a lo dispuesto en la Ley Orgánica de la Contraloría General de la República. El domicilio del Banco es la ciudad de Managua y puede establecer sucursales y agencias en todo el territorio nacional, nombrar corresponsales en el exterior e igualmente actuar como corresponsal en Nicaragua de otros bancos extranjeros e instituciones financieras internacionales.

El objetivo fundamental del Banco Central es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. Por ello, el Banco Central, determina y ejecuta la política monetaria y cambiaria, en coordinación con la política económica del Gobierno, atendiendo en primer término el cumplimiento del objetivo fundamental del Banco.

Entre las principales funciones y atribuciones del Banco Central las siguientes:

1. Determinar y ejecutar la política monetaria y cambiaria del Estado.
2. Ser responsable exclusivo de la emisión de moneda en el país, y de su puesta en circulación y retiro de billetes y monedas de curso legal dentro del mismo.
3. Actuar como consejero de la política económica del Gobierno, pudiendo, en ese carácter hacer conocer al Gobierno su opinión cuando lo considere necesario, y además prestarle servicios bancarios no crediticios y ser agente financiero del mismo, supeditado al cumplimiento de su objetivo fundamental.
4. Actuar como banquero de los bancos y de las demás instituciones financieras, de acuerdo con las normas dictadas por el Consejo Directivo del Banco.
5. Dictar y ejecutar la política de administración de sus reservas internacionales.
6. Asumir la representación del Estado en materia financiera, en tal carácter, celebrar y ejecutar las transacciones que se deriven de la participación de aquel en los Organismos Financieros Internacionales pertinentes.

El Banco Central tiene a su cargo la participación y representación del Estado en cualquier organismo internacional que involucre relaciones propias del Banco y, consecuentemente, puede celebrar con dichos organismos todas las operaciones que los convenios autoricen.

A éste le corresponde la guarda y administración de sus reservas internacionales, en los términos y condiciones que determine el Consejo Directivo y teniendo debidamente en cuenta la liquidez, rentabilidad y riesgo relacionados con los activos de esta naturaleza. Las reservas internacionales pueden estar integradas por uno o varios de los activos enumerados a continuación:

1. Oro.
2. Divisas, tenidas en el propio Banco Central o en cuentas en instituciones financieras de primer orden fuera del país.
3. Cualquier activo de reserva internacionalmente reconocido.
4. Letras de cambio y pagarés denominados en monedas extranjeras de general aceptación en transacciones internacionales emitidos por entidades de primer orden, y pagaderos en el exterior y con un plazo de vencimiento no mayor de un año.
5. Títulos públicos emitidos por Gobiernos extranjeros, siempre que hayan sido calificados como títulos elegibles por el Consejo Directivo.
6. Otros títulos negociables expedidos por entidades internacionales o instituciones financieras de primer orden del exterior, siempre que hayan sido calificadas como títulos elegibles por el Consejo Directivo, teniendo en cuenta la práctica internacional prevaleciente en la materia.

La Dirección Superior del Banco esta a cargo de un Consejo Directivo integrado por el Presidente del Banco, quien a su vez lo preside, el Ministro de Hacienda y Crédito Público, y por cuatro miembros nombrados por el Presidente de la República en consulta con el sector privado y ratificados por la Asamblea Nacional, de los cuales uno pertenece al partido o alianza de partidos que haya obtenido el segundo lugar en las últimas elecciones de autoridades supremas de la nación, de conformidad con propuesta de dicho partido o alianza. El Presidente del Banco ejerce su cargo por un período igual al del Presidente de la República. Además, los miembros del Consejo Directivo deben ser nicaragüenses, mayores de treinta años de edad, de reconocida corrección moral, solvencia económica y competencia profesional en materias relacionadas con el cargo que van a desempeñar.

El Banco Central puede comprar y vender en el mercado secundario (Bolsa de Valores), títulos de deuda pública con vencimiento máximo de un año y otros valores oficiales con iguales vencimientos máximos y calificados como elegibles por el Consejo Directivo. El valor total de los títulos públicos que pueden ser adquiridos por el Banco Central esta limitado por el programa monetario anual. La adquisición o venta de estos títulos

solamente se lleva a cabo con el propósito de influir los agregados monetarios y nunca como medio de financiación directa o indirecta del ente público emisor del título.

Por tanto, para evitar fluctuaciones inmoderadas en la liquidez de la economía y de acuerdo con los términos del correspondiente programa monetario anual, el Banco Central puede emitir, vender, amortizar y rescatar títulos negociables que representan una deuda del propio Banco, y que son emitidos según lo determine el Consejo Directivo, el cual fija las condiciones generales que considere convenientes para su emisión, circulación y rescate. Estos Certificados pueden emitirse en moneda nacional o extranjera. Estos títulos son libremente negociables por cualquier persona natural o jurídica, inclusive los bancos. Pueden ser rescatados por el Banco Central, ya sea por compra directa a los tenedores, o en operaciones de mercado abierto, los intereses devengados y los Títulos que no fueren cobrados dentro de los tres años siguientes a la fecha de su vencimiento, prescriben a favor del Banco Central.

Por último hemos de señalar que el Banco Central puede operar en el mercado abierto con papeles emitidos por el Banco o por el Gobierno, de igual manera puede colocar o rescatar títulos emitidos por el Gobierno actuando como agente financiero del mismo. Una vez que sea aprobado el PLMC, y de conformidad a lo establecido en el artículo 24 de la Ley General de Deuda Pública, Ley No 477, el Estado a través del Banco Central puede emitir valores desmaterializados representados a través de anotaciones en cuenta para la colocación y el pago de títulos-valores.

5. Ley de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras, Ley No 316, del 14 de octubre de 1999, La Gaceta, Diario Oficial No. 196, y sus reformas Ley No 552, del 31 de agosto de 2005, La Gaceta, Diario Oficial No. 169, Ley No 564, del 24 de noviembre de 2005, La Gaceta, Diario Oficial No. 228, y Ley No 576, del 22 de marzo de 2006, La Gaceta, Diario Oficial No. 58.

Se establece que la Superintendencia de Bancos debe de velar por los intereses de los depositantes que confían sus fondos a las Instituciones Financieras, legalmente autorizadas

para recibirlos, y preservar la seguridad y confianza del público en dichas instituciones; promoviendo una adecuada supervisión que procure su solvencia y liquidez en la intermediación de los recursos a ellos confiados. Además, tiene a su cargo autorizar, supervisar, vigilar y fiscalizar la constitución y el funcionamiento de todos los bancos, sucursales y agencias bancarias que operen en el país, ya sean entidades estatales o privadas, nacionales o extranjeras, que se dediquen habitualmente en forma directa o indirecta, a actividades de intermediación entre la oferta y la demanda de recursos financieros o a la prestación de otros servicios bancarios.

La Superintendencia también autoriza, supervisa, vigila y fiscaliza las instituciones financieras no bancarias, que operen con recursos del público en los términos establecidos en la Ley General de Bancos, Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros, y aquellas que por leyes especiales corresponda regular su funcionamiento. Al igual lo hace con los grupos financieros.

La Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras, tiene como órganos superiores un Consejo Directivo, un Superintendente y un Vice-Superintendente.

El Consejo Directivo es el órgano a cuyo cargo se encuentra la actividad de dictar las normas generales aplicables a los bancos, instituciones financieras no bancarias y grupos financieros. El Superintendente tiene a su cargo hacer cumplir las normas generales dictadas por el Consejo Directivo, así como la administración y el manejo de las gestiones propias de la Superintendencia, y ostentará su representación.

El Consejo Directivo de la Superintendencia está integrado por el Presidente del Banco Central de Nicaragua quien lo preside, el Superintendente de Bancos y cuatro miembros con sus respectivos suplentes nombrados por el Presidente de la República en consulta con el sector privado y ratificados por la Asamblea Nacional. El Gerente General del Banco Central de Nicaragua va a ser el suplente del residente de dicha institución y en su ausencia lo va a sustituir como Presidente del Consejo Directivo. El Vice-Superintendente de Bancos es el suplente del Superintendente de Bancos. El Vice-Superintendente va a asistir a las

reuniones del Consejo con voz pero sin voto, salvo en caso de ausencia del Superintendente, en cuyo caso va a tener voz y voto. En ausencia de un miembro propietario lo va sustituir su respectivo suplente. En presencia del miembro propietario, los miembros suplentes pueden asistir a las sesiones del Consejo pero sin voz y sin voto.

Para el cumplimiento de los fines de la Superintendencia hemos de destacar las siguientes atribuciones:

1. Resolver las solicitudes presentadas por personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras para constituir y poner en operación nuevos bancos, sucursales y agencias bancarias e instituciones financieras no bancarias y grupos financieros.
2. Supervisar, inspeccionar, vigilar y fiscalizar el funcionamiento de todas las entidades bajo su ámbito de acción.
3. Regular la suficiencia de capital, la concentración de crédito, el crédito a partes relacionadas y la clasificación y provisionamiento de cartera.
4. Hacer cumplir las leyes especiales y generales y las normas reglamentarias que rijan para la constitución, transformación, disolución, y liquidación de las instituciones sujetas a su supervisión, inspección, vigilancia, y fiscalización.
5. Resolver la intervención de cualquier banco o entidad financiera no bancaria, en los casos contemplados por la ley.
6. Solicitar la liquidación forzosa de cualquier banco o entidad financiera no bancaria bajo su supervisión, inspección, vigilancia, y fiscalización, en los casos contemplados por la ley, y ejecutarla cuando la ley le atribuye esa facultad.
7. Hacer cumplir las disposiciones a que las entidades supervisadas, inspeccionadas, vigiladas, y fiscalizadas estén obligadas conforme a esta Ley, la Ley del Sistema de Garantía de Depósitos, la Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua y las normas que se deriven de éstas, e imponer las sanciones de carácter administrativo por el incumplimiento a dichas leyes y normas.
8. Requerir de los bancos y demás instituciones supervisadas, inspeccionadas, vigiladas y fiscalizadas, los informes e informaciones que necesite para el cumplimiento de sus funciones.

La Superintendencia de Bancos es la institución encargada de supervisar, vigilar y fiscalizar a todas aquellas instituciones financieras y no financieras que presten sus servicios de intermediación. De conformidad a lo establecido en el inciso b del artículo 6 del PLMC, es la encargada de dictar las normas generales tendentes a regular el funcionamiento del mercado de valores, y además, se le autoriza en el artículo 208 del PLMC a dictar las normas ejecutivas para dar cumplimiento a lo normado en el Proyecto. Por ello, consideramos que será el Consejo Directivo de la Superintendencia el órgano encargado para dictar las normativas relacionadas sobre la emisión de Deuda Pública, y los valores representados mediante anotación en cuenta.

6. Ley de Bonos Estatales de la República de Nicaragua, Decreto 611, La Gaceta, Diario Oficial, No. 5, del 4 de noviembre de 1980.

En esta ley se establece que los Bonos Estatales son títulos-valores de naturaleza especial, que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo a cargo del Fisco o Hacienda Pública. Estos bonos pueden ser emitidos en forma nominativa, a la orden de una persona determinada o al portador, y todos han de tener igual valor nominal que era de cien veces o múltiplos de cien en unidad monetaria nacional o extranjera.

Los bonos por su naturaleza se dividen en:

1. Bonos destinados a la obtención de recursos para el Erario Público o para incremento del fondo general.
2. Bonos destinados al pago de adeudos contraídos o que contraiga el Estado por adquisiciones, nacionalizaciones o expropiaciones de bienes pertenecientes a personas naturales o jurídicas. Estos son “Bonos de Captación” y “Bonos de Pago”.

Los Bonos de captación se crean en series diferentes, pero dentro de cada serie, confieren a sus titulares iguales derechos. Y los Bonos de pago se emiten en una o varias series según resulte más conveniente, pero la igualdad de derechos que confieran solo es obligatoria entre tenedores a quienes se les este pagando la misma clase de obligaciones.

Los Bonos se emiten por orden de serie, y no pueden emitirse nuevas series de bonos de captación, mientras no estén todos totalmente colocados. Tanto los Bonos de Captación como los Bonos de Pago se crean a través de un Acuerdo de Creación que es emitido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. En este Acuerdo de Creación de los Bonos se debe de indicar el monto de la emisión, el objeto de ésta, las series que se autorizan, y valores nominales de los bonos. Además, se debe de indicar si el bono es al portador, a la orden o nominativo, la tasa de interés, periodicidad del pago, y el plazo de los mismos. Por último hemos de señalar que este Acuerdo debe de ser publicado en La Gaceta.

Los Bonos deben de contener las siguientes características:

1. El nombre genérico de “Bonos de la República de Nicaragua” y en el centro, parte superior, el Escudo Nacional.
2. Número individual y la serie a que pertenezca.
3. Expresión del Monto total de la inversión, indicando el número y fecha de la “Gaceta” en que se publicó el acuerdo de creación respectiva.
4. Promesa de pago de la cantidad de Valor Nominal del Bono y nombre de la persona a cuyo favor se emita, indicando si el título es nominativo o a la orden, y si es al portador se tiene que hacer mención de esto.
5. Valor nominal del bono, en cifras y letras.
6. Tasa de interés que se reconozca al tenedor.
7. Plazo principal del Bono y fecha de lugares de pagos del principal y de los intereses.
8. Lugar y Fecha de emisión del Bono.
9. Las firmas del Ministro de Hacienda y Crédito Público, y del Director General de Tesorería y Contabilidad de la República.
10. Indicación del Registro de la Emisión en la Contraloría General de la República.

Los bonos se imprimen en papel de seguridad y con tinta de seguridad, además los intereses se pagan contra cupones los cuales van adheridos a los bonos, de forma que permita desprenderlos para su presentación al cobro, cada cupón indica el monto de los intereses que se representan.

Los Bonos estatales son títulos-valores de naturaleza especial que se dividen en Bonos de Captación y Bonos de Pago, estos últimos son los Bonos de Pago por Indemnización que representan un noventa por ciento (90 %) de títulos negociados en la actualidad en la BVDN²⁹⁹.

7. Ley General de Deuda Pública, Ley No 477, del 12 de Diciembre de 2003, La Gaceta, Diario Oficial, No 236.

Esta Ley tiene como objetivo regular el proceso de endeudamiento público, para asegurar que las necesidades financieras del Gobierno y sus obligaciones de pago se satisfagan al menor costo posible, en forma consistente con la adopción de un grado de riesgo prudente, determinando y asegurando la capacidad de pago del país de acuerdo con el comportamiento de las variables macroeconómicas relevantes. Están sujetas a esta ley todas las instituciones del sector público que realicen operaciones de crédito interno y externo, así como también cuando requieran del aval o garantía del Estado para sus contrataciones de financiamiento interno o externo.

Para los efectos de esta Ley el sector público comprende:

1. Poder Ejecutivo, conforme se define en el artículo 3 de la Ley 290, (Presidencia y Vice Presidencia de la República, Ministerios de Estado, entes gubernamentales que pueden ser descentralizados o desconcentrados, bancos e instituciones financieras del Estado y entidades empresariales del Estado);
2. Los otros Poderes del Estado;
3. Alcaldías municipales; y
4. Consejos y gobiernos de las Regiones Autónomas del Atlántico Norte y Sur.

²⁹⁹ Entrevista realizada el día 19 de Junio de 2006 al Lic. Ernesto Rizo Pallais, Vice-Gerente General de la Central Nicaragüense de Valores.

Se exceptúan de esta disposición las operaciones de Crédito Público que realice el Banco Central de Nicaragua, única y exclusivamente para garantizar la estabilidad monetaria y cambiaría del país.

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público es el órgano rector del sistema de Crédito Público. Y se entiende por Crédito Público, la facultad económica, política y jurídica del Estado o de sus instituciones para obtener recursos financieros y no financieros con carácter reembolsable, tanto de acreedores del exterior como del interior.

La Deuda Pública está constituida por los compromisos financieros contraídos por las instituciones del sector público, que impliquen obligaciones de pago directo derivadas del financiamiento recibido, incluyendo compromisos contratados cuyo valor no ha sido recibido. Forman parte de la Deuda Pública, y como tal deben ser registradas, las siguientes operaciones de Crédito Público:

1. Contratación de préstamos con otros Estados, organismos financieros internacionales, bancos o instituciones financieras privadas extranjeras o nacionales, o provenientes de cualquier otra persona natural o jurídica residente en el país o en el extranjero.
2. Emisión y colocación primaria de Títulos Valores, incluyendo Letras de la Tesorería General de la República o cualquier otro valor pagadero a plazo.
3. Celebración de contratos entre instituciones del sector público con personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, cuyo pago se pacte a plazo.
4. Consolidación, renegociación, reprogramación y conversión de deudas.
5. La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el plazo de más de un ejercicio presupuestario posterior al vigente, siempre y cuando los conceptos que financien se hayan devengado anteriormente.
6. Cualquier otro compromiso financiero adquirido por instituciones del sector público que impliquen obligaciones de pago en corto, mediano y largo plazo.

Las instituciones del sector público con autonomía y patrimonio propio serán responsables de efectuar los pagos de sus propias obligaciones contraídas. En caso de incumplimiento

del pago por parte del deudor principal los pasivos contingentes a los avales, fianzas, garantías o cualquier otra obligación que se derive del respaldo del Estado a obligaciones contraídas por instituciones del sector público se convierten en Deuda Pública del Estado.

La Deuda Pública se clasifica en deuda externa e interna, y deuda de corto, mediano y largo plazo, conforme las siguientes definiciones:

1. Deuda Pública Externa: Comprende los pasivos contractuales directos o contingentes que las instituciones del sector público adquieran con personas naturales o jurídicas no residentes en Nicaragua.
2. Deuda Pública Interna: Comprende los pasivos contractuales directos o contingentes que las instituciones del sector público adquieran por crédito contratados con personas naturales o jurídicas residentes en Nicaragua.
3. Deuda Pública de Corto Plazo: Comprende los pasivos contractuales directos que las instituciones del Sector Público adquieran con acreedores internos o externos, con plazos de vencimiento hasta de un año de su fecha de suscripción, independientemente del ejercicio presupuestario en que se paguen.
4. Deuda Pública de Mediano Plazo: Comprende los pasivos contractuales directos o contingentes que las instituciones del Sector Público adquieran con acreedores internos o externos, con plazos originales de vencimiento mayores de un (1) año y hasta de cinco (5) años a partir de su suscripción.
5. Deuda Pública de Largo Plazo: Comprende los pasivos contractuales directos que las instituciones de sector público adquieran con acreedores internos o externos, a plazos mayores de cinco (5) años a partir de su suscripción.

Se establece en esta ley que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, es el organismo encargado de rectorar la formulación de una Estrategia Nacional de Deuda Pública que es remitida al Presidente de la República, para su aprobación y publicación.

Las instituciones autorizadas para la emisión de títulos-valores son la Tesorería General de la República del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, las entidades empresariales del Estado, las alcaldías municipales y los bancos e instituciones financieras del Estado.

Los gobiernos municipales únicamente pueden emitir deuda bajo la supervisión y autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y del Banco Central de Nicaragua. Los títulos-valores gubernamentales, comprenden Letras, Bonos y otros instrumentos que pueden ser emitidos únicamente por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público a través de la Tesorería General de la República (TGR). Las emisiones de valores que haga la Tesorería General de la República deben ser para colocación primaria en el mercado local o en el internacional y deben ser formalizadas mediante un Acuerdo Ministerial.

Es responsabilidad del Ministerio de Hacienda y Crédito Público elaborar y actualizar los reglamentos, normas y manuales de procedimientos para las emisiones de títulos-valores gubernamentales, los cuales son aprobados por el Ministro de Hacienda y Crédito Público. El reglamento para títulos-valores gubernamentales, es presentado por el Ministro de Hacienda y Crédito Público al Presidente de la República para su aprobación y publicación en La Gaceta, Diario Oficial. Estos documentos, entre otras cosas, contendrán:

1. Tipos de títulos-valores a emitir.
2. Características de los títulos-valores detallando para los inversionistas su respectiva metodología de cálculos, tasas de interés, plazos y modos de pago.
3. Procedimiento de subasta de títulos-valores.
4. Procedimiento para la emisión y entrega de títulos-valores.
5. Procedimientos para los pagos de intereses y redenciones de títulos-valores.

Además, en esta ley se faculta al Ministerio de Hacienda y Crédito Público ha designar al Banco Central de Nicaragua como su agente fiscal para la colocación y pagos de los títulos-valores, delegándole en este caso, la facultad de emitir títulos-valores en forma física o mediante el sistema de anotación en cuentas cuando esta Ley lo contemple. Hemos de denotar que el Banco Central de Nicaragua, puede emitir los títulos-valores representados

mediante un documento físico o bien pueden ser representados a través de una anotación contable, que por lo general se realiza de manera electrónica, aunque todavía en nuestra legislación no se establece la forma en la cual se procederá a llevar a cabo la respectiva emisión del título-valor desmaterializado y su posterior anotación en cuenta.

Los Bonos de Pago por Indemnización (BPI) y los Certificados de Bonos de Pagos por Indemnización (CBPI), como parte integral de la Deuda Pública, se toman en cuenta para formular la Estrategia Nacional de Deuda Pública; sin embargo se rigen bajo su propio régimen jurídico.

Los funcionarios Responsables de la emisión títulos-valores deben notificar previamente por escrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la emisión de dichos títulos para fines de dar seguimiento a los límites de endeudamiento aprobados en la Estrategia Nacional de Deuda Pública y en la Política de Endeudamiento Público. El importe global anual en términos nominales, el tipo de moneda y el plazo de los valores a ser emitidos por las instituciones autorizadas para la emisión de títulos-valores, deberán ser publicados durante los primeros quince días de cada año. Antes de autorizar una emisión, las instituciones deben coordinarse entre sí y con el Banco Central de Nicaragua, el monto, plazo y periodicidad de las emisiones tomando en cuenta las políticas monetarias y cambiarias, las necesidades de financiamiento del sector público y la situación de los mercados local e internacional de dinero y capital.

Los títulos-valores emitidos por el gobierno deben contener como mínimo la firma del Ministro de Hacienda y Crédito Público y del Tesorero General de la República. Las firmas podrán ser preimpresas por el fabricante en el proceso de elaboración de la forma utilizada para la emisión del título o impresas mediante el uso de medios electrónicos durante el proceso de emisión del título, tomando en consideración las medidas de seguridad pertinente. Además, estas emisiones deben ser registradas y controladas por la Contraloría General de la República.

Por último hemos de señalar que en lo concerniente a la Deuda Interna, para los casos de préstamos y emisiones de títulos-valores gubernamentales, los fondos provenientes de esas operaciones son depositados en la Cuenta Única de la Tesorería General de la República en el Banco Central de Nicaragua, y en el caso del pago del servicio de Deuda Pública Interna y Externa de los préstamos contratados a nombre de la República de Nicaragua también se hace uso de esta cuenta.

La Ley de General de Deuda Pública representa el antecedente más próximo al fenómeno de la desmaterialización de los títulos-valores, a partir de lo establecido en el Arto 24 de esta Ley. Los Títulos Valores Gubernamentales se emiten a través de la Tesorería General de la República, además, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público faculta al Banco Central de Nicaragua para la colocación y el pago de los títulos valores delegándole la facultad de emitir títulos-valores en forma física o mediante el sistema de anotación en cuentas, y es de esta última parte de donde se deriva la posibilidad de representar los títulos-valores a través de Anotaciones en Cuenta.

8. Reglamento General sobre Bolsas de Valores, Decreto No 33-93, 21 de junio de 1993.

Este reglamento tiene por finalidad normar la intermediación de todos los valores transferibles que se realizan a través de las Bolsas de Valores, Puestos de Bolsas y Agentes de Bolsas. Estos valores transferibles lo constituyen todos aquellos que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de las personas jurídicas, públicas o privadas, tales como acciones, bonos, derechos de suscripción preferentes, opciones sobre acciones, valores de corto plazo, planes de ahorro, cuotas de fondos mutuos, cuotas de fondos de inversión y otras transacciones de valores que tengan origen en ofertas financieras a través de la intermediación de una Bolsa de Valores. Además, hemos de destacar la función de la Superintendencia de Bancos que fiscaliza el cumplimiento de las normativas de este reglamento, a fin de adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de los inversionistas de títulos-valores, y para asegurar el acceso al público a la información acerca de los valores negociados y los emisores; todo

ello dentro de un marco general de protección a los inversionistas que tienda a crear un ambiente de confianza en el mercado de capitales.

En este decreto se expresa que la oferta de valores a través de la Bolsa, es la invitación efectuada mediante la utilización de cualquier medio de publicidad, difusión o correspondencia dirigida al público en general o determinados sectores, con el objeto de realizar cualquier acto jurídico destinado a colocar nuevos valores mobiliarios en el público o a negociar los que estén en circulación, y oferta pública es la negociación que se efectúa en las ruedas de bolsa y en los demás mecanismos centralizados de negociación bajo los respectivos reglamentos y con observancia de los requisitos de información y transparencia, entendiéndose por rueda de Bolsa la sesión en la cual los Agentes de Bolsa, con exclusión de cualquier otra persona realizan los valores, objetos de transacción en Bolsa.

Asimismo, se considera intermediación de valores a la realización habitual por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, comisión o negociación de valores que son objeto de oferta publica a través del mecanismo de Bolsas.

Se entiende que Bolsa de Valores es toda aquella sociedad anónima que se organice en el país como tal, debiendo de constituirse y funcionar previa autorización de la Superintendencia de Bancos. Las Bolsas no pueden constituirse con menos de diez socios y su objeto social debe de tener como finalidad única el ejercicio de la actividad bursátil y propiciar la realización eficaz de transacciones de valores. Las bolsas deben tener como Capital social Mínimo la cantidad de seis millones de córdobas³⁰⁰ (C\$ 6, 000,000.00).

Las Bolsas deben ser administradas por un Directorio no inferior a cinco (5) Miembros y los cuales tienen las siguientes funciones generales:

a) Reguladoras: le corresponde previa autorización de la Superintendencia de Bancos dictar y modificar el reglamento interno de las Bolsas. Asimismo puede dictar normas generales internas para la organización del mercado bursátil, la administración de la Bolsa, los

³⁰⁰ CD-SIBOIF-401-3-ENE31-2006

intermediarios y emisores, procurando en todo momento que los mecanismos de transacción aseguren la existencia de un mercado transparente, competitivo y ordenado.

b) Fiscalizadoras: le corresponde al Directorio velar porque en el desarrollo de las operaciones que se realicen en ella se de estricto cumplimiento a los preceptos legales, y sus normas reglamentarias.

c) Disciplinarias: corresponde al Directorio la aplicación a los Puestos de Bolsa, Agentes de Bolsa y a su propio personal, las medidas disciplinarias establecidas en sus estatutos y reglamentos. Ello sin perjuicio de la delegación de facultades que se pueda hacer a los Directores de turno, Gerente General y otros empleados para aplicar o proponer sanciones en las sesiones de ruedas, remates y otras con acuerdo a lo dispuesto en sus normas internas. El Directorio, cuando el caso o situación lo amerite, puede suspender las funciones de un intermediario, debiendo informar tal hecho a la Superintendencia, exponiendo los fundamentos en que se basó para tal decisión.

d) Administrativas: le corresponde al Directorio designar un Gerente General y demás Ejecutivos Superiores a quienes les puede delegar facultades específicas de acuerdo con el reglamento de la Bolsa. Asimismo, el directorio debe definir políticas y velar por su cumplimiento para el funcionamiento eficiente de la entidad.

Una vez autorizada una Bolsa de Valores para iniciar operaciones debe acreditar a satisfacción de la Superintendencia de Bancos lo siguiente:

a) Tener pagado totalmente en dinero en efectivo su capital social mínimo y depositado a la vista en el Banco Central de Nicaragua el 80% de éste.

b) Haber publicado en La Gaceta, Diario Oficial, la Certificación de Resolución del Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos, por la cual se autoriza la constitución de la Bolsa.

c) Acompañar el original y copia del Testimonio de la Escritura Social y Estatutos debidamente inscritos en los registros competentes, de una copia del balance General de Apertura y de certificación de los nombramientos de los directores para el primer período y del Gerente General o principal ejecutivo.

d) Haber sido aprobado por la Superintendencia de Bancos el Reglamentos Interno de la Bolsa.

- e) Tener la organización, medios y procedimientos para asegurar un mercado que permita a los inversionistas la buena ejecución de sus órdenes e instrucciones.
- f) Llevar los libros y registros para lo cual deben estar a la completa disposición de la Superintendencia de Bancos.
- g) Disponer de instalaciones y sistemas que permitan el encuentro ordenado de las ofertas y demandas de compra y venta de valores y la ejecución de las transacciones correspondientes.

En este reglamento se señala que el Reglamento Interno que dicten las Bolsas debe contener los siguientes requisitos mínimos:

- a) Sobre los derechos y obligaciones de los Puestos de Bolsa y los Agentes de Bolsa respecto a las operaciones en que intervienen.
- b) Funcionamiento de las Ruedas de bolsa de manera que se garantice mercados justos y un adecuado cumplimiento de las órdenes.
- c) Sobre regulaciones que tiendan a promover principios justos en las transacciones de Bolsa, y a proteger a los inversionistas de fraudes y otras prácticas ilegítimas.
- d) Sobre procedimientos uniformes por los cuales los Directores, Funcionarios y Empleados de ésta puedan ser sancionados en caso que hayan incurrido en infracción al presente Reglamento, normas complementarias dictadas por la Superintendencia de Bancos y las normas internas de la bolsa.
- e) Normas que propicien el libre acceso de los Intermediarios a la Bolsa.
- f) Normas sobre la liquidación de las operaciones en bolsa y los contratos de Bolsa.
- g) Procedimientos para otorgar las concesiones de Puestos de Bolsa.

Además, se establece que el Puesto de Bolsa es una persona jurídica constituida como sociedad anónima cuyo objeto social es la intermediación de valores en el ámbito bursátil. Operan a través de concesiones otorgadas por la bolsa, previo registro en la Superintendencia de Bancos. Pueden negociar por cuenta propia con las limitaciones que le señale el Reglamento Interno de la Bolsa. Sólo las sociedades mercantiles constituidas exclusivamente para ello, pueden ser concesionarios de un puesto de Bolsa. La Bolsa no puede conceder más de un Puesto de Bolsa a una misma sociedad.

La concesión de un Puesto de Bolsa, se lleva a cabo mediante contrato en el cual se deben establecer los derechos, obligaciones, y prohibiciones de éstos. El Puesto de Bolsa debe operar necesaria y obligatoriamente por medio de Agentes de Bolsa debidamente autorizados, quienes van a ser sus representantes por el simple hecho del nombramiento, con las facultades para obligarlos en cualquiera de las actividades de intermediación bursátil.

También se señala que los Agentes de Bolsa, son las personas naturales previamente autorizadas por la Bolsa e inscritas en la Superintendencia de Bancos que se dedican a las operaciones de corretaje de valores en Bolsa. Para ejercitar su cargo deben rendir fianza o garantía a favor de la Bolsa, y el monto de garantía mínima que los Agentes deben rendir a favor de las Sociedades de Bolsa es de Doscientos mil córdobas³⁰¹ (C\$ 200,000.00). La fianza o garantía a rendirse por los Agentes puede constituirse en dinero en efectivo o mediante fianza de una entidad Bancaria o de compañía de seguros y cualquier otra calificada por la Superintendencia. Además deben cumplir los siguientes requisitos:

- a) Tener capacidad legal de disposición de su patrimonio.
- b) Acreditar buena conducta moral y conocida probidad.
- c) No estar sometido a pena correccional.
- d) No haber sido cancelada su inscripción en el Registro de Agentes.
- e) Tener grado académico universitario o de nivel medio y acreditar conocimientos en actividades relacionadas con el mercado de valores.

La garantía o fianza que rindan los Agentes de Bolsa deben mantenerse hasta un año después del término de la calidad de tal, o hasta después que se resuelvan por sentencia ejecutoriada las acciones judiciales que se hayan entablado en su contra por los acreedores potenciales, en su caso.

Consideramos que es importante destacar que a los Agentes de Bolsa se les prohíbe:

- a) Comerciar en Bolsa por cuenta propia.

³⁰¹ CD-SIBOIF-286-1-MAR5-2004

b) Negociar los valores por cuenta de individuos o sociedades que hayan suspendido sus pagos, o que hayan sido declarados en quiebra o en concurso.

La Superintendencia de Bancos es la encargada de llevar los registros de:

- a) Bolsas de Valores;
- b) Valores de Oferta Pública a través de mecanismos de Bolsa;
- c) Puestos de Bolsa;
- d) Agentes de Bolsa.

Se deben inscribir en el Registro de Valores de la Superintendencia de Bancos los emisores y los valores que ellos emitan para ser negociados a través de mecanismos de Bolsa.

La Superintendencia procede a la inscripción en el Registro de Valores, en tanto se cumpla con informar sobre los siguientes aspectos:

- a) Legales: Acuerdo de emisión, características de los valores a emitirse, antecedentes sobre la constitución y registro del emisor, sus modificaciones e inscripciones, plazo de duración, composición del patrimonio, administradores y apoderados, registro de socios o número de ellos y otro antecedente que sea razonablemente necesario para la completa identificación del emisor.
- b) Económico-Financiero: Antecedentes sobre la situación Económica y Financiera del emisor como sus últimos Balances Anuales disponibles o el Balance de apertura y proyecciones en caso se trate de un emisor que inicia operaciones, el último de los cuales debe presentar debidamente auditado por auditores externos registrados en la Superintendencia de Bancos, acompañado de un informe razonado sobre el estado financiero de la entidad, su patrimonio, sus razones de endeudamiento y todo otro dato que permita formarse una opinión completa de su situación económico-financiera.

Debe presentarse además, un prospecto en que describan el uso que se va a dar a los recursos, características generales del negocio y las proyecciones favorables y desfavorables que puedan afectar en el futuro, para ello la Superintendencia dispone de un plazo de diez días laborables para proceder a la inscripción, contados desde la fecha de la respectiva solicitud.

La Superintendencia por resolución fundada debe de proceder a cancelar la inscripción de un valor o a suspender su emisión cuando:

- a) La inscripción se ha obtenido por medio de informaciones o antecedentes falsos.
- b) Durante la vigencia de la emisión, el emisor entregare a la superintendencia, a las Bolsas y los Intermediarios informaciones o antecedentes falsos.
- c) Con ocasión de su oferta en el mercado, el emisor difunde noticias o propaganda falsa, u oculta información que puede afectar el precio de sus valores.
- d) El valor no cumpla con los Requisitos para su inscripción.
- e) Cuando los derechos incorporados en el valor inscrito se hayan extinguido totalmente.

Hemos de manifestar que en este Reglamento se establecen las siguientes prohibiciones de manera general:

- a) Intermediar en Bolsas Valores por Puestos de Bolsas o Agentes no autorizados.
- b) Que los Puestos de Bolsas o sus Agentes ofrezcan valores no registrados, salvo previa norma general de la Superintendencia de Bancos respecto a valores avalados, afianzados, aceptados o garantizados por bancos e instituciones financieras autorizadas por la Superintendencia de Bancos.
- c) Efectuar transacciones ficticias en Bolsa.
- d) Efectuar transacciones o inducir a la transacción de valores regidos por este reglamento, mediante prácticas o mecanismos engañosos o fraudulentos.
- e) Efectuar transacciones en Bolsa para fijar o hacer variar artificialmente los precios de cualquier valor en el mercado.
- f) Efectuar operaciones con recursos obtenidos ilícitamente.

Por último tenemos que señalar que las Bolsas no pueden utilizar en su razón o denominación social los términos: nacional, oficial o cualquiera otro que haga suponer monopolio, exclusividad u oficialidad del negocio, y las personas naturales o jurídicas no registradas en la Superintendencia de Bancos para operar como Bolsa, Puesto de Bolsa o Agente según el caso, no pueden utilizar ninguna denominación de negocio que de a entender que su giro parcial o total es de operaciones de Bolsa. Cada Bolsa es libre de adoptar discrecionalmente sus propios procedimientos electrónicos de transacción.

Este reglamento tiene por finalidad normar la intermediación de todos los valores transferibles que se realizan a través de las Bolsas de Valores, Puestos de Bolsas y Agentes de Bolsas. Lo relevante en este sentido, y con relación a nuestro estudio radica en el hecho de que hay una serie aspectos de carácter informativo con los que el emisor debe de cumplir para poder optar a la inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia, estos son requisitos en primera instancia de carácter Legal dentro de los cuales podemos mencionar, el Acuerdo de emisión, características de los valores a emitirse, composición del patrimonio, y otro antecedente que sea razonablemente necesario para la completa identificación del emisor, en segunda instancia tenemos los requisitos Económicos-Financiero: entre los que podemos mencionar la necesidad de presentar los Antecedentes sobre la situación Económica y Financiera del emisor como sus últimos Balances Anuales disponibles o el Balance de apertura y proyecciones en caso se trate de un emisor que inicia operaciones, sus razones de endeudamiento y todo otro dato que permita formarse una opinión completa de su situación económico-financiera, debe de igual forma mencionarse la presentación de un prospecto en el cual se describan el uso que se le vaya dar a los recursos, características generales del negocio y las proyecciones favorables y desfavorables que puedan afectar en el futuro, de lo anterior podemos comentar que nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, en su artículo 10 determina los requisitos para la oferta pública en el mercado primario de las emisiones de valores en serie, los cuales tienen similitud a los antes mencionados.

9. Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Nicaragua S.A., CD-SIBOIF-I-93, 9 de noviembre de 1993.

El presente reglamento tiene por objeto la regulación del funcionamiento operativo de la Bolsa de Valores de Nicaragua, S.A., su relación con las personas públicas o privadas que en cualquier forma intervengan en la negociación de títulos de crédito, de propiedad, de participación en el capital de las personas jurídicas, públicas o privadas, tales como acciones, bonos, derechos de suscripción preferentes, opciones sobre acciones, valores de corto plazo, planes de ahorro, cuotas de fondos mutuos, cuotas de fondos de inversión,

futuros y en general títulos y valores susceptible de oferta pública o de servicios de intermediación bursátil que se ejecuten en ella.

Esta Bolsa tiene por finalidad la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las negociaciones que en ella se transen; todo de acuerdo con las operaciones reguladas en el Reglamento General. Para este propósito puede realizar cuanta actividad sea necesaria o conveniente y en forma especial las siguientes:

- a) Establecer los locales, las instalaciones, y los medios de difusión, así como organizar los servicios respectivos que faciliten las operaciones de bolsa;
- b) Establecer los procedimientos que rijan las relaciones entre la oferta y la demanda de títulos, de forma que faciliten las operaciones en esta bolsa.
- c) Llevar un registro de los emisores, de los títulos y valores inscritos para cotización en ella, así como de las cotizaciones y operaciones que se realicen, sin perjuicio del Registro Nacional de Valores que lleva la Superintendencia de Bancos.
- d) Facilitar la negociación de los títulos-valores y otros instrumentos negociables que realicen los intermediarios autorizados por ella, e inscritos en la Superintendencia de Bancos.
- e) Certificar a instancia de parte las cotizaciones en bolsa así como efectuar la liquidación voluntaria o facilitar los medios para que se dé cuando fuere el caso, la liquidación coactiva de las operaciones;
- f) Ejercer la vigilancia de la actividad de los Puestos y Agentes Corredores que operen en ella, sin perjuicio de las facultades generales que le competen a la Superintendencia de Bancos.
- g) Propiciar los servicios para el depósito mercantil de los títulos y valores, servicios de custodia, y facilitar los sistemas de cobro, compensación, transferencia y liquidación de los títulos depositados.

La Bolsa es una entidad jurídica en la que las personas naturales o jurídicas a través de los intermediarios debidamente autorizados pueden llevar a cabo libremente negociaciones de todo tipo de títulos y valores registrados y en forma especial las siguientes:

- a) La transacción de títulos negociables representativos de mercancías;

b) La negociación de títulos-valores, típicos o atípicos, públicos o privados, emitidos en masa o en serie, representativos de un derecho literal cuyo ejercicio o transferencia sea dependiente del documento o certificado representativo de éste. Estas operaciones pueden hacerse de contado, a plazo u opcionales de compra o de venta.

La Bolsa se encuentra compuesta por una Junta General de Accionistas que es el órgano supremo de la Sociedad y sus facultades y deberes se desprenden de la escritura constitutiva de la misma.

A la Junta Directiva le corresponde la dirección de la Bolsa. Ésta rige su organización y funcionamiento de acuerdo a la escritura constitutiva de la sociedad. La Gerencia General de la Bolsa de Valores de Nicaragua es el órgano ejecutor de lo acordado por la Junta Directiva, y le competen las atribuciones que le confiere la escritura constitutiva de sociedad y en forma especial la supervisión y aplicación de las disposiciones de su Reglamento Interno. Y el Director de Remates que tiene las facultades necesarias o convenientes para la realización de todas las funciones propias de su cargo y en forma especial las siguientes:

- a) Declarar la apertura y cierre de las sesiones bursátiles;
- b) Dirigir las sesiones bursátiles tomando todas aquellas medidas que fueren necesarias o convenientes para el mantenimiento del orden dentro del corro;
- c) Interpretar las disposiciones del Reglamento que sean aplicables a los negocios que se efectúen en las sesiones. En caso de laguna legal aplicar las normas de conformidad con los usos y prácticas bursátiles; y

Los Puestos de Bolsa pueden realizar las siguientes actividades:

- a) Actuar como intermediarios en la negociación de títulos y valores;
- b) Prestar asesoría en materia de operaciones bursátiles de títulos y valores susceptibles de oferta pública;
- c) Asesorar en la inscripción de los emisores y de los títulos y valores susceptibles de oferta pública, así como realizar todas las operaciones que faciliten la colocación de los mismos;

- d) Representar por medio de sus Agentes Corredores de Bolsa a los interesados en la propuesta, perfección y ejecución de las operaciones que deseen realizar en la Bolsa;
- e) Recibir fondos y valores por concepto de las operaciones que se le encomienden;
- f) Realizar operaciones por cuenta propia, en cuyo caso debe informar esta circunstancia a las personas que concurran a la negociación, y no pueden adquirir los valores que se les ordenó enajenar, ni enajenar de los suyos a quien le ordenó adquirir, sin autorización expresa del cliente.
- g) Registrar y colocar en la Bolsa las acciones de su propio capital;

La Bolsa no puede conceder más de un Puesto de Bolsa a una misma sociedad. Para ser concesionario de un Puesto de Bolsa, la persona jurídica debe reunir, además de los requisitos establecidos en el Reglamento General sobre Bolsas de Valores, los siguientes requisitos:

- 1) Haber obtenido la concesión de Puesto otorgada mediante contrato por la Bolsa, y estar registrado en la Superintendencia de Bancos;
- 2) Tener íntegramente pagado el capital social por una cantidad mínima que va a fijar la Junta Directiva de la Bolsa mediante una disposición de carácter general;
- 3) Rendir la fianza o garantía a favor de la Bolsa por el monto y condiciones que establezca la Superintendencia de Bancos;

Entre las principales obligaciones de los Puestos de Bolsa tenemos las siguientes:

- 1) Celebrar y cumplir las operaciones sobre los títulos y valores negociados en la Bolsa, mediante los procedimientos que ésta establezca;
- 2) Guardar total reserva sobre las operaciones en que intervenga y sobre los nombres de las personas por cuenta de quienes esas operaciones se realizan, salvo que tengan autorización de ellas u orden judicial;
- 3) Actuar de conformidad con los principios de ética predominantes en la actividad de la intermediación bursátil;
- 4) Llevar el registro o registros que sean necesarios en los que va a anotar con claridad y exactitud las operaciones que efectúe, con expresión de cantidades y precios, nombres de los contratantes y todo otro detalle que permita un conocimiento cabal de todo negocio.

Estos registros, así como los libros de contabilidad y otros exigidos por la ley y el Reglamento, pueden ser inspeccionados por la Bolsa cuando lo juzgue oportuno;

5) Entregar a su cliente una copia del comprobante mediante el cual se ejecutó la operación ordenada;

6) Cuando así lo solicite su cliente, entregar copia certificada de sus registros, relativa a los contratos que éste haya celebrado por su medio;

7) Ser solidariamente responsable con su cliente de la autenticidad de los valores negociados por cuenta de éste cuando la falsificación sea visiblemente manifiesta, que debe ser justipreciada por un perito nombrado de común acuerdo por las partes interesadas. En caso contrario, el cliente va a ser el único responsable:

8) Responder, cuando actúe como puesto vendedor, de la inscripción del último endosatario o cesionario en los registros del emisor, cuando ésta fuera necesaria, de la continuidad de los endosos y de la autenticidad del último de éstos;

El Apoderado legal de la Bolsa de Valores de Nicaragua o la persona que éste designe y faculte para ello, luego que el solicitante haya satisfecho la totalidad de los requisitos para ser acreditado como Puesto de Bolsa, previstos en la resolución de la Junta Directiva, va a proceder a inscribirlo y a extender la correspondiente credencial que lo autorice como Puesto de Bolsa de la Bolsa de Valores de Nicaragua. El ejercicio de los derechos inherentes a la calidad de Puesto de Bolsa, presupone el pago puntual de las cuotas que al efecto determine la Junta Directiva de la Bolsa.

Los Puestos de Bolsa realizan sus operaciones de intermediación bursátil a través de Agentes Corredores de Bolsa, a quienes compete ejecutar por cuenta del Puesto de Bolsa, todas aquellas labores auxiliares o complementarias que fueren del caso y en forma especial las labores propias de un operador de piso.

En toda sesión de la Bolsa, cada Puesto de Bolsa puede operar con un número máximo de Agentes Corredores de Bolsa que establece la Bolsa de Valores de Nicaragua. El Agente Corredor actúa en forma exclusiva y por cuenta del Puesto de Bolsa para el cual labora.

Debe actuar celebrando las operaciones sobre los títulos negociados en la Bolsa mediante los procedimientos que ésta establezca.

Además, son derechos de los Agentes Corredores de Bolsa de la Bolsa de Valores de Nicaragua, los siguientes:

- a) Concurrir al Salón de Remates y efectuar en éste los contratos y operaciones autorizados por las leyes, el Reglamento General sobre Bolsas de Valores y este Reglamento;
- b) Solicitar y obtener de la Bolsa la información que para el desarrollo de sus funciones consideren necesarias;
- c) Cobrar las comisiones por corretaje correspondientes a las operaciones realizadas de conformidad con las tarifas establecidas por la Junta Directiva de la Bolsa.

Y entre las obligaciones de los Agentes Corredores de la Bolsa tenemos las siguientes:

- a) Celebrar las operaciones sobre valores cotizados en la Bolsa de Valores de Nicaragua, únicamente en el salón de Remates y durante las horas oficiales de las ruedas, excepto que se autorice otra cosa;
- b) Liquidar las operaciones en que intervenga, en forma puntual y en los términos establecidos por la Bolsa de Valores de Nicaragua;
- c) Entregar a sus clientes una copia del comprobante mediante la cual se ejecutó la operación por ellos solicitada;
- d) Expedir las certificaciones que soliciten sus clientes, otros corredores, la Bolsa o los Tribunales de Justicia, por cuenta de los interesados, sin menoscabo de la confidencialidad a que los obligan las leyes;
- e) Guardar reserva sobre las transacciones y nombres de sus comitentes, no siendo lícito mencionarlos sino con autorización de ellos, en los casos que determine la ley o para hacer efectiva la responsabilidad del comitente;

Le está prohibido a los Agentes Corredores de la Bolsa de Valores de Nicaragua lo siguiente:

- a) Comerciar en Bolsa por cuenta propia;

- b) Concertar operaciones nominales sin transferencia real de valores de dinero al momento de la liquidación;
- c) Concertar operaciones fuera del Salón de Remates o en horarios distintos a los señalados;
- d) Cobrar corretajes mayores o menores de los correspondientes, de acuerdo con las tarifas establecidas; y
- e) Competir haciendo regalos o dádivas de cualquier especie a los clientes propios de otros intermediarios.

Además, en este reglamento se regula el actuar de las personas que por su posición respecto a las personas interesadas en la oferta pública de títulos y valores, que tengan acceso a información privilegiada, relativa a una de esas personas en particular, deben abstenerse de efectuar operaciones con cualquier clase de títulos y valores emitidos por esa persona, en beneficio propio o de terceros, mientras la citada información no sea divulgada entre el público inversionista.

La Junta Directiva de la Bolsa de Valores de Nicaragua, no obstante la inscripción en el Registro Nacional de Valores, puede aprobar, suspender o denegar la inscripción de emisores en sus propios Registros, cuando a su juicio existan razones que lo justifiquen, informando de inmediato tal decisión a la Superintendencia de Bancos.

Las personas que se propongan emitir valores que han de ser objeto de oferta utilizando la intermediación de la Bolsa de Valores de Nicaragua, deben de comunicar por escrito su determinación a la Superintendencia a través de la Bolsa proporcionando y cumpliendo con la información requerida en el Reglamento General sobre Bolsas de Valores y con los siguientes requisitos:

- a) Carta del apoderado generalísimo solicitando la inscripción del emisor y de los valores en la Superintendencia de Bancos, con indicación de dirección, teléfono y telefax;
- b) Los aspectos legales y económicos-financieros contenidos en el Art. 25 del Reglamento General sobre Bolsas de Valores y otros que establezca la Junta Directiva de la Bolsa.

Para la oferta pública de títulos del Estado, sus Entes Autónomos y Banco Central, deben de inscribirse oficiosamente y cumplir con los mismos aspectos señalados anteriormente.

Sin perjuicio de lo establecido en el Reglamento General sobre Bolsas de Valores, los emisores que hayan sido inscritos para transar en la Bolsa de Valores de Nicaragua títulos y valores, deben enviar a la Bolsa dentro de los dos días siguientes a su acaecimiento, un informe detallado sobre:

- a) Cualquier hecho, acto o negocio que pueda incidir directa o indirectamente en el precio de los títulos y valores correspondientes;
- b) Cualquier cambio que afecte el sistema de contabilizar los activos y pasivos del emisor;
- c) Cualquier cambio que afecte el método de valuación de las inversiones del emisor en empresas de terceras personas;
- d) Cualquier hecho, acto o negocio realizados respecto de entidades filiales o subsidiarias del emisor, cuando los mismos puedan directa o indirectamente incidir en el precio de los títulos y valores.
- e) Los emisores que realicen oferta pública por medio de la Bolsa de valores de Nicaragua, deben presentar con la periodicidad que esta lo indique, balance de situación y estados de resultados certificados por contador público autorizado, y anualmente, sus estados financieros auditados por firma de auditoría externa.

La Junta Directiva debe establecer las tarifas que se van a cobrar en concepto de inscripción de emisores y valores a transarse en Bolsa, así como las correspondientes a las negociaciones que en ella se transen. Todo incumplimiento de pago de dichas tarifas otorga a la Junta Directiva el derecho de acordar la suspensión o cancelación de la inscripción.

Las sesiones o ruedas de Bolsa se celebran exclusivamente en el recinto o recintos que para el efecto determine la Junta Directiva de la Bolsa de Valores, durante el desarrollo de una sesión de bolsa, únicamente pueden ingresar al Salón de Remates, los Agentes Corredores de Bolsa, que se encuentren debidamente acreditados, y el empleado o empleados que autorice el Gerente General o el Director de Remates. Sólo el Gerente General y el Director

de Remates pueden autorizar la presencia de personas distintas durante las sesiones de bolsa.

Las operaciones bursátiles sólo pueden realizarse por los Puestos de Bolsa por intermedio de los Agentes Corredores de Bolsa, en el Salón de Remates de la sede de la Bolsa durante los días y horas hábiles que la Junta Directiva determine.

La dirección de las sesiones esta a cargo del Director de Remates. El Director de Remates va a ser el Gerente General o la persona que éste nombre a cargo. El director de la sesión hará que las disposiciones de este reglamento sean cumplidas a cabalidad.

Las operaciones bursátiles, según la modalidad de cumplimiento de las obligaciones recíprocas, pueden ser:

- a) A plazo. Las operaciones son a plazo cuando la entrega del dinero o de los títulos deba de consumarse un tiempo después de contratadas. El plazo para formalizar estas operaciones no puede ser mayor al que para ese efecto estipule la Bolsa.
- b) Opcionales de compra o de venta. Las operaciones son opcionales de compra, cuando el comprador, o de venta, cuando el vendedor, pueda cumplir o abandonar la operación dentro del plazo pactado, el cual no puede ser mayor al que estipule para ese efecto la Bolsa. En todo caso, la comisión debe pagarse al contado. Las operaciones opcionales son siempre con prima. Prima es la cantidad fija de dinero que el beneficiario de la opción debe pagar al que se la ha concedido, para tener derecho de abandonar la operación en el plazo comprendido entre la fecha en que se concertó, y la fecha en que debiera consumarse. La Bolsa fija la Prima.
- c) De contado ordinarias, que son aquellas que deben liquidarse a más tardar el día hábil bursátil siguiente a su celebración;
- d) De contado a hoy, que son aquellas que deben liquidarse el mismo día de su celebración;
- e) A futuro;
- f) A premio;

Cuando se desea negociar en la bolsa se somete a remate cualquiera de las operaciones antes mencionadas, para ello el Agente Corredor de Bolsa interesado abre el proceso pronunciando en idioma español y en voz alta la frase “doy la base”. Si alguno tiene una mejor oferta, señalará el rendimiento o el precio según se negocie ese tipo de título o valor. Si pasado el tiempo reglamentario ningún otro Agente Corredor de Bolsa realiza otra puja, se adjudica la transacción. La confirmación de esta situación la realiza el Director de Remates pronunciando las palabras “operación cerrada”. Una vez esto sucede, los Agentes Corredores de Bolsa indicados proceden a firmar el contrato de operación. La Junta Directiva puede establecer un sistema electrónico de negociación, sistema que se utiliza en la actualidad.

Toda operación realizada en el Salón de Remates es registrada y se publica el día hábil siguiente en el boletín de la Bolsa. Todo Agente Corredor que durante las sesiones de bolsa ofrezca comprar o vender a un precio dado se obliga a efectuar el negocio con cualquier otro agente que lo acepte siempre y cuando no haya mejor proposición de parte de otro agente antes que el Director de Remates haya dado el golpe reglamentario. Las ofertas que se formulen se adjudicarán por el Director de Remates al agente que haya aceptado la mejor oferta. Si varias personas aceptaran a la Vez la misma oferta, se decide a la suerte a quién ha de adjudicársela.

No obstante, si los aceptantes llegan a un acuerdo en cuanto a una distribución proporcional, o deciden quién va a ser el adjudicatario, el Director de Remates procede según lo acordado por los interesados. El Director de Remates anuncia el fin de la sesión y dispone que se proceda a la liquidación de las operaciones concertadas, siguiendo al efecto las disposiciones que para ello haya aprobado la Junta Directiva de la Bolsa. La liquidación de las operaciones cerradas, deben llevarse a cabo dentro de los plazos pactados, bajo responsabilidad del puesto de bolsa o su Agente Corredor por cualquier incumplimiento al respecto.

La Bolsa extiende un comprobante de operación el cual se emite por quintuplicado. Este comprobante contiene, las características de la operación, el precio, los valores, el detalle

del puesto y agente corredor de bolsa comprador y vendedor, la liquidación del comprador y vendedor y el pago de comisiones. Este comprobante es firmado por el Director de Remates. El original le pertenece a la Bolsa, una copia al puesto comprador, una al puesto vendedor, una al cliente comprador y otra al cliente vendedor.

Por las operaciones cerradas, determinadas éstas según los comprobantes de operaciones de bolsa reportados por el Director de Remates, la Bolsa cobrar la tarifa que determine la Junta Directiva. La operación de bolsa cerrada y documentada, sólo puede ser rescindida por mutuo acuerdo entre las partes y con anuencia del Director de Remates, en cuyo caso las partes deben liquidar a la Bolsa las comisiones respectivas.

Las operaciones de bolsa que fueren incumplidas quedan sujetas al siguiente procedimiento:

a) El Puesto de Bolsa que hubiere cumplido con sus obligaciones tiene derecho a dirigirse a la Gerencia General de la Bolsa, exigiendo el cumplimiento o la ejecución de la operación de la otra parte. En tal caso, la Gerencia General realiza la correspondiente notificación a la parte incumplidora y le concede un (1) día bursátil de plazo para que proceda a cumplir o ejecutar sus obligaciones, y si no lo hiciere, se le sujetará a lo que disponen los siguientes preceptos:

1) Si la parte incumplidora es Puesto de Bolsa, parte comprador, la Gerencia General puede ordenar la venta de los títulos y valores en la próxima sesión de bolsa, por intermedio de otro Puesto de Bolsa que se designa al efecto. Si el precio que se obtenga fuere menor que el pactado en la operación incumplida, la correspondiente diferencia, así como la tarifa y los intereses causados, deben ser pagados por el Puesto de Bolsa de la parte compradora. Por el contrario, en el supuesto que el precio que se obtenga sea mayor que el pactado en la operación incumplida, la correspondiente diferencia queda a beneficio de la Bolsa de que lo aplica para la constitución de un fondo de Garantía previa deducción de los gastos incurridos por ella.

2) Si la parte incumplidora es Puesto de Bolsa, parte vendedora, la Gerencia General puede ordenar la compra de los títulos y valores en la próxima sesión de bolsa, por intermedio de otro puesto de Bolsa que se designa al efecto, otorgándose las órdenes de compra correspondientes por un período no mayor de diez (10) sesiones de bolsa. Si el precio que se paga por la compra es más alto que el pactado en la operación incumplida, la correspondiente diferencia, así como la tarifa y los intereses causados, deben ser pagados por el Puesto de Bolsa de la parte vendedora. Si la operación no puede cumplirse dentro del plazo antes indicado, se somete el asunto a la Junta Directiva de la Bolsa, a fin de que determine la indemnización que debe pagar el Puesto de Bolsa, parte comprador. En el caso que la compra de los títulos o valores se lleve a cabo por un precio menor que el de la operación incumplida, la correspondiente diferencia queda en beneficio de la Bolsa que lo aplica a la constitución de un Fondo de Garantía, previa deducción de los gastos incurridos por ella.

3) En cualquiera de los casos aludidos anteriormente, si el Puesto de Bolsa incumplidor se niega a pagar las cantidades o indemnizaciones que debe satisfacer y continúa aún el incumplimiento tres (3) días después de haber sido requerido, la Junta Directiva de la Bolsa puede a su criterio ejecutar las fianzas constituidas por el Puesto a favor de la Bolsa, sirviendo al efecto como título ejecutivo perfecto, el acta notarial en la que conste el saldo en contra del Puesto de Bolsa deudor, levantando sobre los libros de contabilidad de la Bolsa, cuya póliza se levanta y soporta en base al documento de comprobante de operación de bolsa y al acta notarial de requerimiento de pago. En el caso que la ejecución de la fianza resulte insuficiente, subsiste la responsabilidad del puesto Bolsa. Adicionalmente, la Junta Directiva procede a imponer las sanciones correspondientes de acuerdo al reglamento.

4) Cuando el incumplimiento consista en la entrega de un documento de negociación erróneo, incorrecto, insuficiente o que por cualquier motivo sea rechazado por la persona emisora de los títulos negociados, el Puesto de Bolsa que hubiere cumplido debe informar de tal incumplimiento a la Gerencia General de la Bolsa. La Gerencia General efectúa la correspondiente notificación al Puesto de Bolsa incumplidor y le concede un (1) día bursátil

de plazo para que proceda a cumplir con la referida obligación, y si no lo hiciere, la Junta Directiva puede acordar la correspondiente sanción. En este caso de incumplimiento, la parte vendedora como su Puesto de Bolsa, son solidariamente responsables de los daños y perjuicios que dicho incumplimiento ocasione a la parte compradora.

El Puesto de Bolsa que hubiere cumplido, cuando no haga uso de su derecho de exigir el cumplimiento de la operación, puede solicitar la anulación de la operación incumplida. En este caso debe proceder de la siguiente manera:

- 1) El Puesto de Bolsa, parte cumplidora, debe requerir del Puesto de Bolsa, parte incumplidora, el cumplimiento de la operación en la sesión de bolsa inmediata siguiente al día del requerimiento.
- 2) Si el Puesto de Bolsa, parte incumplidora no ejecuta o cumple con su obligación en la sesión de bolsa correspondiente, el Puesto de Bolsa, parte cumplidora, debe entonces dirigirse a la Gerencia General de la Bolsa solicitando la anulación. La Gerencia General, procede entonces a declarar la operación anulada, sin perjuicio del pago de las tarifas correspondientes que en este caso deben ser pagadas en su totalidad por el Puesto de Bolsa de la parte incumplidora.

La Junta Directiva de la Bolsa de Valores de Nicaragua puede cuando lo considere conveniente, emitir reglamentos específicos para operaciones no reguladas en el presente Reglamento, o para desarrollar los preceptos de éste. Los Reglamentos aprobados por la Junta Directiva, entrarán en vigor en la fecha en que la misma Junta Directiva lo disponga, informando a la Superintendencia de Bancos.

La Bolsa de Valores de Nicaragua S.A., tiene por finalidad la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las negociaciones que en ella se transen; todo de acuerdo con las operaciones reguladas en el Reglamento General. Algunos de los servicios que presta la Bolsa de Valores y que definitivamente se verán influenciados con la implementación de un sistema de anotación en cuenta son:

1. Llevar un registro de los emisores, de los títulos y valores inscritos para su cotización en ella, así como de las cotizaciones y operaciones que se realicen, sin perjuicio del Registro Nacional de Valores que lleva la Superintendencia de Bancos
2. Facilitar la negociación de los títulos-valores y otros instrumentos negociables que realicen los intermediarios autorizados por ella, e inscritos en la Superintendencia de Bancos.
3. Propiciar los servicios para el depósito mercantil de los títulos y valores, servicios de custodia, y facilitar los sistemas de cobro, compensación, transferencia y liquidación de los títulos depositados.

10. Reglamento Interno de la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL), SIBOIF-V-53-97, Diciembre de 1997.

La Central Nicaragüense de Valores es una sociedad anónima creada para garantizar y agilizar la circulación de los valores mediante un sistema de custodia y administración, en adelante CENIVAL. La CENIVAL esta a cargo de operar un depósito centralizado por medio del cual pueden realizarse las operaciones de custodia, transferencia, compensación, liquidación y administración de títulos-valores y demás títulos y valores elegibles conforme su reglamento con la finalidad de:

1. Aportar al mercado de títulos-valores mayor seguridad física y jurídica. La constitución de un depósito centralizado de valores como la CENIVAL permite reducir el movimiento físico y, con ello, se disminuye el riesgo de robo, extravío o falsificación de los títulos-valores depositados. Además se reduce el costo de su trasiego manual y se racionaliza la ayuda a los depositantes en su labor administrativa.
2. Facilitar al inversionista el ejercicio de sus derechos patrimoniales. Los sistemas automatizados de información de la CENIVAL le permiten una administración ágil de las carteras de inversión de los participantes.
3. Incrementar la precisión de las transacciones. La CENIVAL, como entidad de custodia y administradora de valores, aporta precisión al proceso de liquidación y compensación de títulos-valores.

En la CENIVAL la Junta General de Accionistas es el órgano supremo de la sociedad y sus facultades y deberes se desprenden de la escritura constitutiva de la misma. Además, a la Junta Directiva de la Central de Valores le corresponde la dirección y administración de la compañía.

Es necesario aclarar que las entidades depositantes de la CENIVAL son aquellas que mantienen cuentas para la custodia y el registro de las transacciones en valores, mediante anotaciones o registros que la misma lleva. Los depositantes pueden mantener valores por cuenta propia así como de terceros.

Por lo anterior pueden ser depositantes las siguientes:

1. La Bolsa de Valores de Nicaragua, S.A.
2. Los Puestos de Bolsa autorizados.
3. Los Bancos (nacionales y extranjeros).
4. Las sociedades financieras y de inversión.
5. Las compañías de leasing aprobadas por la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras.
6. Los Almacenes Generales de Depósito.
7. Las compañías de seguros.
8. Cualquier entidad que realice inversiones significativas, opere o custodie valores y que sea aprobado por la Junta Directiva de CENIVAL para fungir como depositante.

Las entidades interesadas en ser inscritas como depositantes en la CENIVAL y contratar sus servicios deben mediante representante legalmente autorizado presentar una solicitud por escrito acompañada de los siguientes documentos:

1. Fotocopia legalizada de la escritura de constitución social, estatutos y reformas si los hubiere;
2. Certificación del acta en donde constan los nombres de los miembros de la Junta Directiva.

3. Documento que acredite legalmente la existencia y vigencia de la empresa solicitante y de que está autorizada para operar el negocio constitutivo de su objeto.
4. Resolución de la Junta Directiva o de cualquier otro organismo competente, autorizando la solicitud de inscripción como depositante.
5. Estados Financieros certificados del último ejercicio, tratándose de empresas ya establecidas, deben presentarse adicionalmente los estados financieros certificados de los últimos tres ejercicios fiscales, además los estados financieros con una antigüedad no mayor de seis meses a la fecha de la solicitud, los cuales no tienen que ser certificados.
6. Nombre de los principales ejecutivos de la sociedad.
7. Cualquier otro documento y requisito que establezca la Junta Directiva de la CENIVAL. La Junta Directiva de la CENIVAL admite o rechaza las solicitudes. En caso de no aceptar la solicitud, la Junta Directiva no está obligada a revelar las razones del rechazo. En caso contrario una vez aprobada la solicitud, la sociedad interesada debe suscribir un contrato de depósito conforme al modelo que proporcione la CENIVAL. La suscripción de este contrato implica la obligación de cumplir éste y con las modificaciones reglamentarias aprobadas por la Junta Directiva.

Los depositantes deben cumplir con las respectivas obligaciones, entre ellas tenemos las siguientes:

1. Mantener actualizada la conciliación de las cuentas propias y de las cuentas de terceros que manejan.
2. Cumplir con las disposiciones que establezca la Junta Directiva, para el caso específico de los depositantes que manejen valores por cuenta de terceros, con los requisitos de información, sistema de garantías y otorgamiento de fianza en favor de la CENIVAL con el objetivo de proteger los activos al público inversionista.
3. Encontrarse al corriente en el pago de los derechos y cuotas con la CENIVAL.

Sólo pueden ser objeto de depósito los títulos que puedan ser negociados en la Bolsa de Valores de Nicaragua S.A., y los que determine la Junta Directiva de la CENIVAL. Dentro de los elegibles se pueden considerar los siguientes:

1. Títulos o valores públicos, emitidos por el Gobierno Central de la República de Nicaragua, entes autónomos y por los municipios.
2. Títulos o valores privados, emitidos por personas naturales o jurídicas habilitadas para operar en Nicaragua entre los que se contemplan los instrumentos de capital, instrumentos financieros y documentos comerciales.
3. Valores públicos y privados extranjeros que cumplan con los requisitos de emisión, negociación y custodia de su lugar de origen y hayan cumplido con los requisitos de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras.

Para la inscripción de valores en la CENIVAL, los depositantes deben satisfacer los requisitos que para tal fin determine la Junta Directiva de la CENIVAL. Los títulos-valores depositados deben ser de entrega válida, legítimos y en perfecta condición física, con cupones no vencidos. No deben estar embargados. En el caso de conflictos sobre la legitimidad o validez de los títulos-valores entregados, va a ser responsabilidad del depositante dicho evento. La documentación que indicamos es la mínima requerida para efectuar el depósito y para poder operar en forma general para todos los valores, pudiendo existir requerimientos adicionales dependiendo del tipo de valor a ser depositado. La inscripción de títulos seriados debe acompañarse de la siguiente documentación:

1. Copia de la resolución de autorización de oferta pública emitida por la Superintendencia de Bancos y la Bolsa de Valores de Nicaragua.
2. Convenio que incorpora los compromisos entre la CENIVAL y el Emisor para la correcta ejecución de los servicios.
3. Copia del Pacto social, de los estatutos y de sus respectivas reformas si las hubiese, debidamente inscrita en el Registro Público.
4. Nombre de los Directores y signatarios.
5. Registro Único de Contribuyentes.
6. Facsímile de las firmas de las personas autorizadas para firmar, refrendar y endosar valores a emitirse. Igualmente si existiesen custodios, fiduciarios o algún tipo de Institución involucrada, se ha de requerir la firma de aquella(s) persona(s) facultadas en cada instrumento.

7. Resumen Ejecutivo de las características de la emisión.
8. Título o macrotítulos materia del depósito.

La CENIVAL presta los siguientes servicios a los depositantes:

1. Custodia: La CENIVAL mantiene la custodia de los valores de los participantes. La custodia es establecida en los locales determinados por la Junta Directiva de la CENIVAL.
2. Anotaciones en cuenta de los derechos de títulos-valores: La CENIVAL anota en sus registros las posiciones de valores de los participantes resultantes del depósito, retiro y traspaso de valores conforme a lo establecido en su reglamento y el contrato correspondiente. La CENIVAL puede también custodiar y administrar títulos en fideicomiso cuando la ley lo permita.
3. Procesamiento de derechos patrimoniales: La CENIVAL puede ejercitar cualquier derecho o actividad relacionada con la propiedad de los valores en ella depositados, en representación de sus participantes. La CENIVAL, legalmente autorizada puede cobrar intereses, dividendos, valor del principal de los valores depositados y emitir constancias de tenencia de acciones para la asistencia a asambleas de accionistas o de Juntas Directivas.
4. Canje: La CENIVAL puede prestar, a solicitud de un depositante de valores, de acuerdo a las disposiciones de la Junta Directiva, el servicio de canje de títulos-valores en circulación por otros que los sustituyan.
5. Manejo de emisiones: La CENIVAL puede prestar a los depositantes los servicios de manejo de los títulos- valores correspondientes a una emisión si así lo solicitase el emisor.
6. Servicios para la contratación de préstamo de valores: La CENIVAL puede proporcionar a los Depositantes la infraestructura necesaria para que puedan concertar operaciones de préstamo de valores y puedan disponer de la información requerida. Los créditos en valores que reciban los depositantes o participantes puedan ser utilizados para realizar ventas o reportos sobre ellos. La Junta Directiva de la CENIVAL va a emitir un reglamento especial normando estos servicios.
7. Administración de garantías: La CENIVAL puede llevar el registro y control de valores que se den en caución por la celebración de diversas operaciones como coberturas cambiarias, venta en corto, futuros, opciones y garantías colaterales de emisiones de valores.

8. Traspaso de transacciones de Bolsa: La CENIVAL puede ofrecer a las Bolsas de Valores, a las Centrales de Liquidación y Compensación el servicio de liquidación de operaciones o de traspaso de valores entre las cuentas de sus participantes para completar y perfeccionar el proceso de compensación y liquidación de transacciones sobre valores.

9. Custodia en Centrales y Bancos extranjeros: La CENIVAL puede abrir cuentas en Centrales de Depósito o Bancos Extranjeros y ofrecer a sus depositantes la infraestructura necesaria para que sus clientes puedan custodiar, hacer cobros de intereses, ejercitar sus derechos patrimoniales y negociar títulos-valores fuera de nuestro país sin necesidad de que estos sean trasladados físicamente.

10. Asignación de claves de identificación de valores: La CENIVAL puede servir de agencia numeradora de valores y asignar a todas o algunas emisiones de valores un código. Este puede ser conforme a las normas y estándares de formato y de identificación internacionales establecidas con el fin de agilizar la negociación de valores en el ámbito internacional y para facilitar la administración, compensación y liquidación entre mercados internacionales.

11. Sistemas de información: La CENIVAL va a crear un sistema de información necesario para proporcionar a los Depositantes, a sus clientes y a la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras información clara y oportuna que derivan de sus servicios. CENIVAL les va a enviar a través del formato, medio y horario establecido por la gerencia de la CENIVAL reportes diarios y mensuales de movimientos de sus cuentas y sub-cuentas con el nivel de agregación determinado.

Entre los medios aceptados para canalizar la información entre los depositantes y la CENIVAL tenemos los siguientes:

1. Medios Electrónicos: La CENIVAL pone a disposición de sus clientes, en los casos en que sea factible, los sistemas electrónicos de registro de transacciones para asignar entradas, traspasos, cancelaciones y salidas.

2. Forma Directa: La forma directa de entrega de información se refiere a la entrega de la información en las oficinas de la CENIVAL. Además, existen otros medios como son: la transmisión vía facsímile, el Teles, y el Correo certificado.

Entre las principales obligaciones de la Central Nicaragüense de Valores tenemos las siguientes:

1. La CENIVAL debe examinar con razonable cuidado la comunicación que contengan las instrucciones dadas por el depositante y una vez realizada la revisión correspondiente, debe ejecutar con precisión dichas instrucciones.
2. La CENIVAL debe poner a disposición de los depositantes una estructura de formularios única y homogénea, la cual incorpora información completa y exacta sobre la operación que se va a tramitar, con el fin de poder determinar las particularidades e individualidades de los títulos custodiados. En dichos formularios deben de ser remitidas las instrucciones. En caso de instrucciones incorrectas o incompletas, las mismas pueden ser rechazadas y devueltas.
3. Las instrucciones se envían una por cada tipo de transacción o movimiento (entradas, salidas o traspasos).
4. Con el objeto de llevar a cabo el control de la validez de la información brindada, se procede a solicitar a los clientes un registro de firmas. Los depositantes se obligan a actualizar dicho registro como mínimo una vez al año o cuando se cambien las personas autorizadas en el, siendo responsabilidad exclusiva del depositante informar ante cualquier evento, si la comunicación no fuere hecha o se haga posterior a la ocurrencia del evento. Este registro debe incorporar las firmas autorizadas para girar instrucciones así como las autorizadas para solicitar los retiros de títulos-valores o valores elegibles y/o cupones.

Además, la CENIVAL recibe únicamente de los depositantes títulos y valores elegibles en calidad de depósito en las cuentas abiertas a nombre de los depositantes e identificadas bajo un número único. Los depósitos pueden realizarse bajo las tres modalidades siguientes:

1. Depósito en Custodia: Es el Depósito de títulos-valores o valores con la única finalidad de ser custodiados.
2. Depósito en Administración: Depósitos recibidos por la CENIVAL en virtud de los cuales el depositante faculta a la CENIVAL para que ésta pueda hacer efectivos en representación de su titular los derechos incorporados en dichos títulos tales como: cobro de dividendos, en efectivo o en acciones, cobro de intereses, amortizaciones, cobro del principal y de otros.

3. Depósito en garantía: Depósito en virtud del cual la CENIVAL se obliga a mantener en garantía los títulos-valores o valores recibidos por los depositantes y en los términos del contrato de depósito en garantía suscrito entre el depositante y su cliente.

El depósito de títulos-valores o valores elegibles en las cuentas de los depositantes puede realizarse por la entrega física a la CENIVAL o por la transferencia de la cuenta de un depositante a la de otro. En este caso, la CENIVAL debe asentar en la cuenta del depositante, los movimientos de entrada y salida de títulos-valores, indicando fecha, monto, identificación de los valores y cualquier otro tipo de información que se considere necesaria.

El depositante puede objetar los movimientos de la cuenta con las observaciones que considere procedentes dentro de los quince días calendarios siguientes al recibo del estado de la custodia. Transcurrido este plazo sin haberse formulado objeción alguna los asientos y conceptos que figuran en la contabilidad de la CENIVAL se presumen ciertos, salvo prueba en contrario en que sea evidente la negligencia con que ésta ha manejado la custodia o elaboración de sus informes. A su vez, los depositantes están obligados a llevar en sus libros los traslados de propiedad de los mismos.

Los depositantes van a manejar dos tipos de cuentas: La primera es una cuenta propia donde se depositaran los títulos-valores o valores de su propiedad. En otro tipo de cuentas o sub-cuentas, denominadas cuentas de terceros, donde los depositantes registraran los depósitos de títulos-valores o valores propiedad de sus clientes. Los depositantes manejaran estas cuentas de sus clientes en las sub-cuentas que la CENIVAL les adjudique. El depositante maneja una sub-cuenta por cliente. El nombre de su cliente debe ser únicamente del conocimiento del depositante. Los depositantes deben informar a la CENIVAL el tipo de cuenta al que se va a efectuar cada depósito de acuerdo a los procedimientos que se establezcan. Los depositantes tienen acceso a sus registros en la CENIVAL. En caso de pérdida o destrucción de los títulos-valores depositados, la CENIVAL, con poder suficiente, puede iniciar los trámites correspondientes a efectos de su reposición o cancelación.

Además, se puede realizar en la CENIVAL una operación de traspaso de títulos-valores de una cuenta a otra, que equivale a la cesión de dichos títulos-valores de una persona, natural o jurídica, a otra, a través de un movimiento de débito y crédito de las cuentas de depósito de valores de la CENIVAL. El traspaso puede ser libre de pago o sujeto a la entrega contra pago, según las instrucciones del depositante que desee traspasar valores a otro depositante. Todo traspaso libre de pago se presume pagado. Los traspasos sujetos a la entrega contra pago se realizan después de efectuada la liquidación y compensación de las transacciones mediante instrucciones del ente debidamente autorizado por CENIVAL. Los retiros de valores pueden efectuarse de dos formas: Por su entrega física o por el débito de una cuenta de un depositante a otro. La CENIVAL cobra tarifas por Custodia de los títulos-valores y valores, también comisiones sobre movimientos, y cualesquiera otros cargos establecidos por la junta directiva de la CENIVAL o por cualquier otro organismo específicamente designado por ésta. El cobro de las tarifas se realiza durante los primeros seis días hábiles siguientes al cierre del mes a cobrar, ya sea por medio de un depósito de los clientes a la cuenta de la CENIVAL en el banco o directamente en las oficinas de la CENIVAL. Pagos posteriores a la fecha indicada, van a tener un recargo adicional establecido por la junta directiva de la CENIVAL.

En el inciso b del Arto 139 del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales se establece que una de las principales funciones de las Centrales de Valores será la custodia de valores físicos y desmaterializados, por tal razón una vez que sea sancionado y publicado el PLMC la Central Nicaragüense de Valores podrá custodiar los valores cuyo acuerdo de emisión haya sido aprobado por la Superintendencia de Bancos y por la Junta Directiva de la Bolsa de Valores de Nicaragua, S.A., y sean representados por medio de títulos físicos o anotaciones en cuenta.

CONCLUSIONES

Una vez que hemos finalizado el estudio de la desmaterialización de los títulos-valores y su anotación en cuenta como instituciones jurídicas reguladas en nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, llegamos a las siguientes conclusiones:

1. Con la creación de la figura jurídica de los valores anotados en cuenta o bien, valores representados mediante anotación en cuenta, consideramos que el régimen jurídico de los títulos-valores no ha desaparecido ni desaparecerá en un futuro, puesto que aunque se haya catalogado a los valores anotados en cuenta como figura antagónica de los títulos-valores, hemos de manifestar que éstos son una evolución del régimen de títulos valores pues es a partir de la Teoría General de los Títulos-Valores se toman los elementos fundamentales para la elaboración de la Teoría de los Valores Anotados en Cuenta.

2. Creemos que la anotación en cuenta es una realidad jurídica con entidad propia y régimen jurídico especial; por ello compartimos la opinión de los juristas que entienden que las anotaciones en cuenta no pueden ser concebidas ni como una subespecie de los títulos-valores, ni como un nuevo registro mobiliario, debido a que denotamos que ésta comparte idéntica función que el título-valor: la del fin de la protección del tráfico de los derechos.

3. No todos los valores mobiliarios son susceptibles de ser desmaterializados, sino únicamente aquellos que se designan para ser transados en una Bolsa de Valores o se pretenden ofrecer públicamente a los inversionistas.

4. Un sector de la doctrina entiende por desmaterialización a todos aquellos fenómenos, tanto fácticos como normativos, en virtud de los cuales, la existencia, la 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, y por anotación en cuenta a un registro electrónico que representa derechos económicos o patrimoniales, de los cuales puede disponer su titular dentro de un mercado financiero o bursátil

5. Los riesgos del papel que se traducen en la destrucción, extravío, sustracción o robo del título, producen un conflicto de intereses entre el titular legítimo y el tenedor legitimado por la posesión del título, de buena o mala fe, además, el título le genera al inversionista mayores costos por la custodia y administración de éstos, por el contrario los valores anotados en cuenta de manera electrónica le brindan una mayor seguridad al no poder ser desposeído de un título, agilidad al momento de realizar transacciones en la Bolsa de Valores con éstos, y la disminución de sus costos operativos.

6. El Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, en su artículo 137 establece la posibilidad de que las emisiones de valores inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia, puedan ser representadas mediante documentos físicos llamados valores físicos o, por registros electrónicos denominados valores desmaterializados. Por tanto, la modalidad de representación elegida debe de hacerse constar en el propio acuerdo de emisión y aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión. Según lo anteriormente expresado consideramos que nuestra legislación se encuentra dentro del sistema de desmaterialización total facultativa.

7. En el párrafo segundo del precitado artículo 137 se manifiesta que la representación de valores desmaterializados es irreversible, mientras que la representación por medio de documentos físicos puede convertirse a valores desmaterializados, pero no se establece cual ha de ser el procedimiento que se debe de seguir para que los títulos-valores puedan ser anotados en cuenta por lo que consideramos que puede llevarse a cabo de la siguiente manera: 1. Debe de existir un acuerdo entre la entidad emisora y la entidad o entidades encargadas del registro contable de los títulos-valores para que éstos sean transformados en anotaciones en cuenta; 2. En este acuerdo de transformación la entidad emisora debe de establecer un plazo prudencial para la presentación de los títulos ante la o las entidades que llevan el registro contable, este plazo se deberá de publicar en La Gaceta, Diario Oficial, y en alguno de los diarios de circulación nacional en el departamento en que la entidad emisora tenga su domicilio; en caso de no ser presentados los títulos dentro del plazo establecido éstos quedarán automáticamente anulados; 3. La Entidad emisora debe de ir presentando los títulos-valores ante la entidad o entidades encargadas de la llevanza del

registro contable, para que éstas practiquen las inscripciones a favor de quienes aparezcan como titulares en sus registros; 4. Con la finalidad de evitar la duplicidad una vez presentado el título y transformado, la entidad encargada de su registro contable procederá a la destrucción de los títulos recogidos, extendiendo un documento en el que se tendrá que hacer constar su destrucción, el que debe de ser firmado por representantes de la o las entidades encargadas y de la entidad emisora. Si la entidad encargada optará por no destruir algún título se tiene que hacer figurar en el propio título su anulación.

8. El artículo 24 de nuestra Ley General de Deuda Pública, Ley No 477, señala que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público puede designar al Banco Central de Nicaragua como su agente fiscal para la colocación y pagos de los títulos-valores, delegándole en este caso, la facultad de emitir títulos valores en forma física o mediante el sistema de anotación en cuentas cuando la Ley lo contemple, pero en el reglamento de esta Ley, Decreto No 2-2004, no se establece cual ha de ser el procedimiento que se debe de seguir cuando el Ministerio de Hacienda y Crédito Público decida emitir y colocar la Deuda Pública representada a través de anotaciones en cuenta, además, en nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, tampoco se establece un procedimiento para poder llevar a cabo esta emisión, por lo que consideramos que será el Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos y otras Instituciones Financieras la entidad encargada de elaborar este procedimiento a través de sus directrices.

9. En el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales no se define la figura jurídica de la anotación en cuenta, por lo que consideramos que un valor para poder ser representado mediante anotación en cuenta debe de cumplir con los requisitos que se indican en el párrafo segundo del artículo 11 del citado proyecto, siendo los siguientes: 1. Que la emisión provenga de un mismo emisor; 2. Que sean homogéneas; y 3. Que sean fungibles entre sí.

10. El Mercado Financiero se encuentra comprendido por el Mercado de Valores, y el Mercado de Capitales, y siendo que en el primero se negocia con títulos valores, y una vez aprobada y publicada en la Gaceta, Diario Oficial, el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, se va a negociar a través de anotaciones en cuenta o valores representados

mediante anotaciones en cuenta esto permitirá un mayor desarrollo de nuestro incipiente Mercado de Valores, y además, generará una mayor confianza en los inversionistas nacionales o extranjeros, por la seguridad y eficacia en el tráfico jurídico de estos valores.

11. En relación a nuestro estudio sobre los aspectos comparativos de la anotación en cuenta en otras legislaciones, encontramos muchas similitudes con relación a la Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica, ley que sirvió de base para que los legisladores y las personas que intervinieron en la elaboración de nuestro Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, adaptaran a nuestra legislación los conceptos de desmaterialización, y de anotación en cuenta. Además, comparamos los aspectos de la anotación en cuenta regulados en el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, con la Ley del Mercado de Valores de España, que expresa la utilización de la figura de la anotación en cuenta en los Mercados de Deuda Pública y Mercados de Futuros y Opciones, mercados que no son regulados en nuestro PLMC, también la Ley Valores y Mercancías de Guatemala destaca que la inscripción de los valores representados mediante anotación en cuenta pueden realizarse a través de libros que llevará la entidad encargada de su inscripción, además de poder realizarse de manera electrónica, y en la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta de El Salvador se manifiesta la reversibilidad de los valores representados mediante anotaciones en cuenta a Certificados de Valores Anotados que van a ser títulos valores a la orden, excepto las acciones que deben ser nominativas.

12. Por último, hemos de manifestar que el régimen jurídico de nuestro Mercado de Valores se encuentra comprendido en diversas normas, tanto Leyes como Reglamentos, y Resoluciones emitidas por la Superintendencia de Bancos, cada una de ellas encaminada a normar diferentes aspectos del Mercado de Valores, para poder llevar a cabo las transacciones que se realizan en la Bolsa de Valores de Nicaragua S.A., entre los puestos de bolsas representantes del comprador y vendedor de títulos-valores. Consideramos que el Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, que fue aprobado por la Asamblea Nacional, pero vetado por el Poder Ejecutivo, una vez que sea sancionado y publicado se va a adaptar al régimen jurídico de nuestro Mercado de Valores, debido a que éste guarda una íntima relación con todas las Leyes que regulan este sector.

RECOMENDACIONES

1. Primeramente la pronta publicación del Proyecto de Ley de Mercado de Capitales, que fue aprobado por la Asamblea Nacional el día veintiuno de junio del año dos mil seis, pero que ha sido vetado por parte del Presidente de la República, ya que éste vendría a fortalecer nuestro Mercado de Valores y nuestro estudio monográfico.
2. Que una vez que haya sido promulgado y publicado el Proyecto Ley Mercado de Capitales, la Superintendencia de Bancos dicte dentro de un plazo prudencial que puede ir de tres a seis meses cual ha de ser el procedimiento que se debe de seguir cuando el Ministerio de Hacienda y Crédito Público emita Deuda Pública a través de anotaciones en cuenta, debido a que en la actualidad no existe tal procedimiento, aunque la Ley General de Deuda Pública, Ley No 477, establece esta posibilidad en su artículo 24.
3. Es necesario mejorar el Marco Regulatorio de la Bolsa de Valores existente en nuestro país, debido a que si tenemos una Ley de Mercado de Capitales que cumpla con unos requerimientos de seguridad necesarios, va a hacer atractivo al país hacia los inversionistas al brindarle a éstos confianza y seguridad sobre su inversión en el país.
4. El Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos debe de establecer el procedimiento que se va a seguir para transformar o convertir los títulos valores en valores anotados en cuenta.
5. La Bolsa de Valores debe de realizar un Boletín Informativo Mensual, en el cual se exprese toda la información necesaria, aprobación de las emisiones de valores realizadas por instituciones privadas o públicas, la elaboración de los prospectos, entre otros, que debe de conocer un inversionista tanto nacional como extranjero, para poder negociar en ésta a través de los puestos de bolsa.
6. La Bolsa de Valores tiene que cumplir con la función de informar al público sobre las ofertas públicas de valores que realicen tanto las empresas privadas como el Estado, debido

a que en la actualidad solo las personas que participan en las negociaciones o transacciones bursátiles, como son los agentes de bolsa, los representantes de los puestos de bolsa y los miembros de la Bolsa de Valores misma tienen conocimiento de esa información, información que consideramos que debe de ser pública.

GLOSARIO

Anotación en Cuenta: La anotación en cuenta es un registro electrónico que representa derechos económicos o patrimoniales, de los cuales puede disponer su titular dentro de un mercado financiero o bursátil.

Bolsa de Valores de Nicaragua: Es una sociedad anónima, de carácter privado, fundada por la mayoría de los bancos privados y estatales, y por grupos empresariales sólidos representativos de diferentes sectores de la economía nacional, que facilita la infraestructura necesaria para que los puestos de bolsa autorizados transen valores de forma segura, fluida y bien informada, garantizando así, la transparencia y la seguridad de las operaciones de compra y venta de títulos-valores.

Desmaterialización: La desmaterialización 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, la 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.

Instrumento Financiero: En sentido amplio; es todo medio o acuerdo a través del cual se realiza una inversión, se gestiona un riesgo financiero, se obtiene un crédito, o se dispone de un medio de pago. En sentido estricto, diremos que los instrumentos financieros son derechos patrimoniales transmisibles en el mercado financiero, ya sean monetarios como certificados de depósito, valores negociables, como las acciones y las obligaciones o derivados, como los futuros y las opciones, de igual forma los bonos, reportos y los certificados de Inversión.

Título-Valor: Son títulos-valores los documentos necesarios para ejecutar el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna. Representan cosas muebles corporales de carácter mercantil y su creación, emisión, transferencia y demás operaciones que en ellos se estipulen, son siempre actos de comercio.

Valor Mobiliario: Se trata de una subcategoría encuadrable dentro de los títulos-valores, más concretamente un título-valor emitido en masa en el cual lo básico es la incorporación de un derecho al documento, aplicándosele un régimen de transmisión especial frente a las normas de derecho común, es decir, que cuenta con una norma especial que regula su circulación en el mercado. Este tradicional valor mobiliario representado en el papel (el título), en España, a finales de los años ochentas pasó a representarse por medio de las anotaciones en cuenta (registros informáticos).

Valor Negociable: Se enmarca en una realidad distinta, como lo es la del mercado de valores, con una perspectiva de regulación distinta, encaminada a la búsqueda de la protección del inversor. El valor negociable por antonomasia es la acción de la sociedad anónima, esto a pesar de que no en todos los casos las acciones sean valores negociables, ya que no lo serán, las acciones de una sociedad anónima cerrada por voluntad de los socios.

ÍNDICE DE AUTORES

Broseta: 20, 21, 22
Cachón: 92, 93
Camacho: 54
Cortés: 34, 36, 40, 54, 57, 58, 59,
60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 73,
77, 78, 79, 80
De Eizaguirre: 11, 12, 13, 14, 15,
24, 25
Díaz: 49
Garrigues: 10, 17, 38
González: 39, 41, 70, 73
Gadea: 7, 17, 18, 19, 20, 37
Hernández: 3, 4, 7, 8, 9, 10, 11, 16,
17, 18, 19, 21, 25, 38, 39, 40, 44,
55, 56, 58, 67, 76, 78, 79, 80, 81, 82
Hueck, A.-Canaris, C.W.: 9, 13
Lacayo: 91, 92, 97
Maltez: 67
Martínez-Echeverría: 34, 35, 50, 51,
52, 67, 69
Mendoza: 1
Navas: 8
Ramírez: 3
Rodríguez: 36, 37, 38, 42, 43, 45,
50, 52, 53, 68, 69, 70, 71, 72, 73
Sánchez: 21, 22, 23, 26, 27, 28, 29,
30, 31, 32
Solórzano: 8, 109, 110
Uría, R.- Menéndez, A.: 7, 16, 17,
19, 27, 38

BIBLIOGRAFIA

A. AUTORES:

1. AGUILAR HERNÁNDEZ, A., Títulos Valores y Anotaciones en Cuenta, Investigaciones Jurídicas S.A., San José de Costa Rica 2005.
2. BROSETA PONT, M. y MARTÍNEZ SANZ F., Manual de Derecho Mercantil, Editorial Tecnos, 11^a Edición, Madrid 2003.
3. CACHON BLANCO J.E., 200 Preguntas sobre los Mercados de Valores, Editorial La Ley Actualidad, segunda edición, Madrid 1999.
4. CAMACHO CLAVIJO, S., La Prenda de Valores Anotados en Cuenta: Constitución y Efectos, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia 2003.
5. CORTÉS GARCÍA, E; Desmaterialización de los Títulos Valores, editorial Lex Nova, Valladolid 2002.
6. DE EIZAGUIRRE, J.M., Derecho de los Títulos-Valores, editorial Civitas, Madrid 2003.
7. GARRIGUES, J., Curso de Derecho Mercantil, Imprenta Aguirre, Madrid 1976.
8. GONZÁLEZ CASTILLA, F., Representación de Acciones por Medio de la Anotaciones en Cuenta, Editorial Tirant lo Blanch, Valencia 1999.
9. GADEA, E., Títulos-Valor. Letra de Cambio, Cheque y Pagaré, Editorial Dikinson, Madrid 2004.
10. HUECK, A.- CANARIS, C.W., Derecho de los Títulos Valores, Editorial Ariel S.A. Barcelona 1988.
11. LACAYO SOLÓRZANO, R., El desarrollo del Mercado de Valores en Nicaragua, Editorial el Amanecer, Nicaragua, 1999.
12. MALTEZ TAPIA, S., Análisis Jurídicos de la Compensación y Liquidación de Valores en Nicaragua (mayo 2002-Agosto2003), Monografía, Universidad Centroamericana, Managua, mayo 2003.
13. MARTÍNEZ-ECHEVERRIA y GARCIA DE DEUÑAS, A., Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta, Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico, Editorial Aranzadi, S.A., Madrid, 1997.
14. NAVAS MENDOZA, A., Derecho Mercantil II, Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua, León 1999.
15. RECALDE CASTELLS, A., Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont, editorial Tirant lo blanch, Tomo II, Valencia 1995.
16. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., Instrumentación y Gestión de los Valores Anotados en Cuenta, Editorial Tirant lo blanch, Valencia 2006.
17. SÁNCHEZ CALERO, F., Instituciones de Derecho Mercantil, editorial Mc Graw Hill, Volumen II, Madrid 2002.
18. SOLORZANO REÑAZCO, A., Comentarios a la Ley General de Títulos Valores, editorial Hispamer, Managua 2000.
19. URÍA, R.- MENÉNDEZ, A., Curso de Derecho Mercantil, editorial Civitas, Tomo II, Madrid 1999.
20. VICENT CHULIÁ, F., Introducción al Derecho Mercantil, editorial Tirant lo blanch, Valencia 2001.

B. TEXTOS LEGALES:

1) ESPAÑA

1. Ley de Mercado de Valores, Ley 24/1988 del 28 de julio, y su reforma, Ley 37/1998 del 16 de noviembre.

2) CENTROAMÉRICA

1. ASAMBLEA LEGISLATIVA DE LA REPUBLICA DE COSTA RICA, “Ley Reguladora del Mercado de Valores”, Ley No 7732, 27 DE Enero de 1997, Gaceta No 18 (1997).
2. ASAMBLEA LEGISLATIVA DE LA REPUBLICA DE EL SALVADOR, , Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta de el Salvador Decreto742, del 21 de Febrero del 2002, Diario Oficial 57, Tomo N 354, publicada el 22 de Marzo del 2002
3. ASABLEA LEGISLATIVA DE LA REPUBLICA DE GUATEMALA, Ley de Mercado de Valores y Mercancías, Decreto No 34-96

3) NICARAGUA

1. ASAMBLEA NACIONAL DE LA REPÚBLICA DE NICARAGUA, “Constitución Política de la República de Nicaragua”, publicada en La Gaceta No 5 del 9 de Enero de 1987 y sus reformas, leyes 173, 192,199, 330, 520, 521, y 527.
2. ASAMBLEA NACIONAL DE LA REPUBLICA DE NICARAGUA, “Código de Comercio de Nicaragua”, publicado en La Gaceta No 248 del 30 de Octubre de 1916.
3. ASAMBLEA NACIONAL DE LA REPUBLICA DE NICARAGUA, Ley No 561, Ley General de Bancos, Instituciones Financieras No Bancarias y Grupos Financieros. Publicada en La Gaceta, Diario Oficial, No 232 del 30 de noviembre de 2005.
4. ASAMBLEA NACIONAL DE LA REPUBLICA DE NICARAGUA, Ley de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras, Ley No 316, del 14 de octubre de 1999, La Gaceta, Diario Oficial No. 196, y sus reformas Ley No 552, del 31 de agosto de 2005, La Gaceta, Diario Oficial No. 169, Ley No 564, del 24 de noviembre de 2005, La Gaceta, Diario Oficial No. 228, y Ley No 576, del 22 de marzo de 2006, La Gaceta, Diario Oficial No. 58.
5. ASAMBLEA NACIONAL DE LA REPUBLICA DE NICARAGUA, Ley No 317, Orgánica del Banco Central de Nicaragua. Publicada en La Gaceta Diario Oficial No. 197 del 15 de octubre de 1999.
6. ASAMBLEA NACIONAL DE LA REPÚBLICA DE NICARAGUA, Ley No 477 “Ley General de Deuda Pública”, 12 de Diciembre de 2003, La Gaceta, Diario Oficial, No 236.
7. ASAMBLEA NACIONAL DE LA REPÚBLICA DE NICARAGUA, Ley de Equidad Fiscal, Ley 453, publicada el 6 de mayo del año dos mil tres en la Gaceta, Diario Oficial, Número 82.

8. ASAMBLEA NACIONAL DE LA REPÚBLICA DE NICARAGUA, Proyecto de Ley De Mercado de Capitales, LEY 587.
9. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA DE NICARAGUA, Código Civil de Nicaragua, primero de febrero de mil novecientos cuatro.
10. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA DE NICARAGUA, Decreto No 1824 "Ley General de Títulos Valores", 4 de Febrero de 1970, La Gaceta, Diario Oficial, No 146, 147, 148, 149, 150, y 170 del mes de julio de 1971.
11. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA DE NICARAGUA, Reglamento General sobre Bolsas de Valores, Decreto No 33-93, 21 de Junio de 1993.
12. SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS, Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Nicaragua, SIB-OIF-I-93, 9 de Noviembre de 1993.
13. SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS, SIB-OIF-V-53-97, Reglamento Interno de la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL), Diciembre de 1997.

4) TEXTOS DE INTERNET:

1. Bolsanic, Glosario de Términos Bursátiles, 19 de enero del año 2006, en pagina 9. www.bolsanic.com.
2. Bolsanic, Misión, Antecedentes, Características, Mercados, Valores Negociables, Depósito, Financiamiento, Inversión y Ventajas, Enero del 2005 en <http://www.bolsanic.com>.
3. Bolsanic, Acceso, Privilegios, Depósitos, Retiros, Traspasos, Liberación, Consulta Y Estados De Cuenta , 10 de abril del 2006 en [http://www.bolsanic.com/downloads/cenival/procesos/acceso, privilegios, depositos, retiros, traspasos, liberación, consulta y estados de cuenta.pps](http://www.bolsanic.com/downloads/cenival/procesos/acceso_privilegios_depositos_retiros_traspasos_liberacion_consulta_y_estados_de_cuenta.pps)" \o "presentación en powerpoint".
4. Díaz Granados, C., La Desmaterialización de los Títulos-Valores, 10 Enero de 2006 en www.titulos.bioetica.org/doctitulos/docta17.htm.
5. Ismodes, J., Mercado de Valores, 25 de Octubre del 2005, en <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/elmercadovalores.htm>.
6. MENDOZA LUNA, A., Desmaterialización de valores mobiliarios. Algunas reflexiones a propósito de la Ley de Títulos Valores, 12 de Julio, en [http://www.Premium.vlex.com/doctrina/REDI_Revista Electrónica de Derecho Informático](http://www.Premium.vlex.com/doctrina/REDI_Revista_Electrónica_de_Derecho_Informático), No.31, Febrero 20001.
7. RAMÍREZ VILLALOBOS, F., La crisis del papel. La Desmaterialización de los títulos valores y la aplicación de las anotaciones, 1999, en Revista Acta Académica, Universidad Autónoma de Centro América, No.25, Noviembre 1999, 20 de Julio, en www.uaca.ac.cr/acta/1999nov/ramirez.htm.
8. Zambrano Valencia, A., Latorre, M., Peña Arenas, A., El Mercado De Capitales (Colombia), 20 de Noviembre del 2005, www.gestiopolis.com/recursos3/docs/fin/mktpacol.htm.