

ESTUDIO SOBRE EL RÉGIMEN JURÍDICO DEL VALOR ANOTADO EN CUENTA, TÍTULO VALOR ELECTRÓNICO E INVERSIONES DESMATERIALIZADAS

Máster Anayansy Rojas Chan

** Especial colaboración en inversiones electrónicas con transmisibilidad condicionada de las Licenciadas María Fernanda Roldán Vives y Adriana Casafont Ortiz.¹*

Actualmente en el ordenamiento jurídico costarricense es factible encontrar dictámenes, resoluciones y estudios que mezclan indistintamente, los conceptos y principios que rigen en materia de títulos valores, valores representados por anotación en cuenta, títulos valores electrónicos e inversiones desmaterializadas, así como el régimen legal vigente para cada una de estas categorías. Este hecho es harto comprensible, porque la plataforma regulatoria es confusa y algunos temas carecen de suficiente madurez doctrinaria.

Por lo tanto con el afán de obtener algún nivel de ubicación conceptual y técnica, a efecto de determinar cuál es el régimen jurídico aplicable a los diversos instrumentos desmaterializados que contemporáneamente

ofrece el sistema financiero costarricense, se han elaborado algunas reflexiones básicas con la esperanza de aportar algún nivel de claridad al panorama actual.

I)- El Título Valor

Por supuesto que, no es nuestra intención abordar un tema expuesto ampliamente por la mejor doctrina mercantil; no obstante, recopilamos aspectos indispensables para el desarrollo del presente estudio.

En primer lugar, se adopta como punto de partida la afirmación de MARTORANO², en el sentido de que el concepto de “título valor” no designa una especie concreta, toda vez que no existe el título valor en su estado puro. Con la expresión título valor, la doctrina

¹ Las licenciadas Adriana Casafont Ortiz y María Fernanda Roldan Vives elaboraron su trabajo final para optar a la Licenciatura en Derecho sobre: “El certificado electrónico de depósito bancario a plazo: su naturaleza jurídica y régimen legal aplicable”, Universidad de Costa Rica, 2011, del cual tuve el agrado de ser lectora y miembro del tribunal evaluador.

² MARTORANO Federico, Lineamenti generali dei titoli di credito e titoli cambiari, Ed. Morano, 1979, Pág.7

hace referencia a diversos documentos que presentan rasgos comunes a nivel de categoría, pero que al mismo tiempo individualmente considerados contienen elementos estructurales disímiles. Es precisamente por esta razón que documentos tales como: la letra de cambio, la acción, el bono de prenda, la guía porte, el certificado de inversión, la participación de fondos de inversión cerrados, los bonos y el papel comercial, entre muchos otros, forman parte de la categoría de títulos valores.

Tradicionalmente se define el título valor como: “...*ciertos documentos cuyo valor, estando representado por el derecho al cual se refiere el documento, es inseparable del título mismo.*”³ En este contexto, el título valor, se caracteriza principalmente, por la incorporación de un derecho concreto, inmaterial, (de carácter obligatorio, de participación o real)⁴ a un documento físico, material. De manera que la posesión del documento se convierte en un requisito indispensable para el ejercicio del derecho consignado en éste. Esta unión indisoluble entre el derecho y el documento, se le conoce como incorporación: “*La conexión entre el documento y el derecho, propia de los títulos de crédito, se expresa en la fórmula de la incorporación del derecho en el título. Con ello se expresa que la situación creditoria se*

relaciona con una posición real respecto del documento, en el sentido de que la propiedad de éste último, deriva la titularidad de la pretensión frente al deudor.”⁵

De acuerdo con la clásica teoría general de los títulos valores, de la Incorporación se desgranar otras dos características a saber: la literalidad, entendida como el hecho de que el texto literalmente consignado en el documento determina la extensión del derecho establecido en éste y la autonomía del derecho cartular, por el que, la adquisición del derecho incorporado en el título valor se efectúa a título originario⁶, no derivado como en el caso de la cesión. La doctrina, también destaca el concepto de legitimación, el cual se explica en la necesidad de posesión del título, como condición mínima para ejercer el derecho incorporado⁷ y por ende, reclamar el cumplimiento de lo consignado en el título valor. La legitimación, como característica fundamental del título valor, conlleva –en determinados supuestos- al ejercicio del derecho incorporado en el documento por parte de un sujeto no titular, la adquisición a *non domino*.

En Costa Rica, con ocasión de la aprobación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores No 7201 y reformas al Código de Comercio, del 10 de octubre de 1990 (hoy derogada)

3 GARRIGUES Joaquín, Curso de Derecho Mercantil, Tomo III, Editorial Temis, 1987, pág. 85
4 HUECK Alfred y CANARIS Claus-Wilhem, Derecho de los Títulos Valor, Editorial Ariel, 1988, Pág. 2
5 MARTORANO Federico, Lineamenti generali dei titoli di credito e titoli cambiari, Ed. Morano, Nápoles, 1979.
6 MARTORANO Federico, op.cit.
7 GARRIGUES (Joaquín), op.cit., pág. 89

se introducen una serie de artículos dirigidos a construir una parte general aplicable a los títulos valores (Capítulo Primero, Disposiciones Generales, artículo 667 al 686). En este sentido, explica el Dr. Gastón Certad M.⁸, que la reforma operada a la parte general de los títulos valores, comparte las mismas carencias de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito Mercantiles de México de 1932 (modelo inspirador), toda vez, que las normas se circunscriben al establecimiento de una parte general de títulos valores cambiarios, considerados el “título valor” por aclamación en esa época. Razón por la cual, el legislador no logró elaborar una verdadera parte general de los títulos valores.

Bajo nuestra perspectiva, debido a las diferentes características estructurales que contemporáneamente presentan los instrumentos financieros y los valores, es harto difícil aspirar a la elaboración de una parte general aplicable a la amplia variedad de instrumentos que hoy en día se negocian en los mercados financieros.

II)- El concepto de valor en la Ley No 7732

En el año 1997 se promulga la Ley Reguladora del Mercado de Valores No 7732, vigente a partir del 27 de marzo 1998 (en adelante LRMV). Esta Ley, modifica sustancialmente la

concepción vigente de título valor y regula un concepto más amplio, acorde con la realidad vigente. El artículo 2 establecía: “Asimismo, se entenderá por valores los títulos valores y cualquier otro derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento, que por su configuración jurídica propio y régimen de transmisión puedan ser objeto de negociación en un mercado financiero o bursátil.”

Posteriormente en el año 2002, bajo una óptica bastante estrecha sobre la futura evolución de los mercados, el concepto de “valor” de este artículo fue modificado en su parte final, con el propósito de eliminar el término alusivo al mercado financiero o bursátil y circunscribirlo a la negociación en un mercado de valores. Actualmente una interpretación restrictiva del concepto de “valor” en los términos de la LRMV es únicamente aquel susceptible de negociación en un mercado de valores.⁹ No obstante, el desarrollo contemporáneo de éstos mercados ha demostrado que dicha reforma resulta lamentable, toda vez que la tendencia mundial se dirige hacia la unificación de los mercados de crédito (dinero) y capitales (valores), bajo el concepto macro de mercado financiero. Por lo tanto, es de esperar que en algún momento futuro el legislador o la jurisprudencia rectifique esta retrocesión conceptual.

8 Comentario a la reforma operada por la Ley Reguladora del Mercado de Valores al Libro III de los títulos-valores del Código de Comercio, IVSTITIA, No 63, Año 6.
9 Actualmente el artículo 2 LRMV establece: “Asimismo, se entenderá por valores los títulos valores y cualquier otro derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento, que por su configuración jurídica propio y régimen de transmisión puedan ser objeto de negociación en un mercado de valores”.

El cambio que introduce el artículo 2 de la LRMV, consiste en el reconocimiento y regulación del valor no incorporado en un documento (desincorporado), es decir, aquel valor que no está representado en un documento físico o papel. Nótese, que el legislador confiere la condición de “valores”, a aquellos que por su configuración jurídica y régimen de transmisión, resultan susceptibles de negociación en un mercado de valores. Lo anterior, con independencia de que el valor se encuentre materializado en un título o representado por un mecanismo electrónico o similar. De esta forma, el artículo 2 establece una definición más amplia que comprende tanto el valor desmaterializado (desincorporado) como el tradicional título valor representado de forma física. El punto común es la posibilidad de ser negociados en un mercado de valores.

A)- Características del concepto de valor en la LRMV

El concepto de “valor” del artículo 2 establecido en la LRMV, cuenta con un ámbito de aplicación objetivo concreto, representado por la aptitud –jurídica y estructural- para ser negociable en el mercado de valores. Evidentemente todo derecho de carácter patrimonial es susceptible de transmisión mediante la cesión, por lo tanto, el legislador al introducir el concepto del artículo 2 tomó en consideración las características del mercado en el cual serían efectuadas las transacciones.

En otras palabras, la definición de “valor” que contempla el artículo 2 adquiere significado en el contexto de los títulos valores y valores negociables en este mercado. Lo anterior, debido a que el concepto normativo responde a las necesidades económicas que se manifiestan propiamente en los mercados de valores y financieros, donde las transacciones se efectúan de forma masiva, sobre valores fungibles (estandarizados) y de manera impersonal (calces electrónicos, automáticos, mercados ciegos, entre otros mecanismos). Bajo la anterior premisa, las principales características del concepto de “valor” del artículo 2 LRMV son:

a)- Estandarización: los valores negociables en bolsa se caracterizan por ser emitidos de forma estandarizada, cada valor que integra la emisión cuenta con características idénticas, de manera que debido a su homogeneidad son intercambiables entre sí (fungibles).

El artículo 9 del Reglamento sobre Oferta Pública, aprobado por CONASSIF establece que sólo podrán ser objeto de oferta pública los valores estandarizados. Este define la emisión estandarizada como aquella que procede de un mismo emisor, donde los valores que integran la emisión otorgan a su tenedor derechos y obligaciones idénticos. Tratándose de valores de deuda, la identidad debe referirse, entre otros aspectos a la: fecha de emisión, fecha de vencimiento, valor facial, moneda, tasa de interés, periodicidad de pago, ley de circulación, forma de representación, garantías, código de identificación (ISIN).

b)-Negociabilidad en el mercado de valores: es precisamente el carácter estandarizado, que convierte a este tipo de valores en óptimos para ser negociados en un mercado de valores. Lo anterior debido a que su naturaleza fungible facilita y promueve la liquidez y profundidad en el mercado de valores. La posibilidad de negociar en el mercado de valores comprende tanto el mercado primario, donde el emisor de los valores es el oferente, como el mercado secundario (bolsas de valores), caracterizado por proporcionar liquidez a los valores que han sido previamente emitidos y colocados en el mercado primario.

En nuestro criterio, debido a la limitación que establece la norma en comentario, no resulta fácil extender la definición de valor que proporciona el artículo 2 de la LRMV a instrumentos que carecen de la posibilidad de negociación en un mercado de valores, ya sea, bursátil, extrabursátil (OTC/over the counter) o un mercado organizado¹⁰. Lo cual no es obstáculo para que, desde la perspectiva pragmática del mercado financiero costarricense se generen de forma espontánea, -como respuesta a necesidades económicas-, documentos electrónicos que representen un derecho patrimonial o instrumentos desmaterializados con algún grado de negociabilidad, que contengan características similares o comunes con el valor preceptuado en el Art. 2 en comentario.

En relación con el tema de la negociabilidad la Procuraduría General de la República, en el dictamen C-135-2008 del 23 de abril, se pronuncia muy acertadamente sobre el alcance del artículo 2 de la LRMV:

“Un valor no es negociable si no puede ser transmitido en un mercado organizado, sea este primario (asignación originaria de valores negociables normalmente a través de la emisión) o secundario (mercado de negociación de valores emitidos y artículo 22 de la Ley 7732); en general si no es susceptible de tráfico generalizado e impersonal.

El valor no negociable no es valor en los términos de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, porque el objeto de esta no es regular todo valor, sino regular los mercados de valores, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores que pueden ser negociados en ellos.

La negociabilidad del valor no significa intransmisibilidad, sino imposibilidad de negociación en un mercado de valores organizado.”

Resulta un equívoco aplicar únicamente el test de los requisitos formales establecidos en el artículo 670 del Código de Comercio a valores susceptibles de negociación en un mercado de valores, sin considerar el

10 El mercado organizado es definido en el artículo 55 del Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión como: “...aquel que cuenta con un conjunto de normas y reglamentos que determinan su funcionamiento, y que cuente con un órgano de regulación que sea miembro de IOSCO.”

contexto económico y jurídico de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y los requisitos reglamentarios establecidos por la Superintendencia General de Valores para los valores susceptibles de oferta pública.

La norma del 670 fue desarrollada para ser aplicada a aquellos títulos valores -en su sentido más tradicional-, concebidos como derechos de crédito incorporados en un documento, especialmente, los títulos valores cambiarios y de emisión individual. Como se mencionó, los requisitos aplicables a los valores susceptibles de negociación en un mercado de valores, se establecen en el artículo 9 del Reglamento sobre Oferta Pública de Valores. Un título valor puede cumplir cabalmente con todos los requisitos del artículo 670 del Código de Comercio y no ser susceptible de negociación en los mercados de valores, por carecer de estandarización. En este sentido, el artículo 670 del Código de Comercio, es aplicable a los títulos y valores individuales emitidos por las entidades que conforman el sistema financiero¹¹, pero en este caso su configuración jurídica es la de un título valor individual. A mayor abundancia, otro ejemplo lo encontramos en el requisito que contempla el artículo 670 inciso d) relativo al nombre y firma de quien lo expide, el cual no es un requisito en el Reglamento sobre Oferta Pública de Valores y tampoco es exigido a los valores representados por anotaciones en cuenta.

11 “...Los valores emitidos individualmente, o emitidos junto con otros pero sin que constituyan propiamente valores en serie, pueden emitirse de conformidad con la legislación mercantil aplicable, pero no podrán ser objeto de oferta pública...”. Art. 9 Reglamento sobre Oferta Pública.

III)- Desmaterialización del título valor y los valores anotados en cuenta

A)- Desmaterialización y Desincorporación
Inicialmente se mencionó que resulta bastante frecuente encontrar opiniones que equiparan el régimen jurídico del valor anotado en cuenta con el del valor desmaterializado. En este sentido, ambos conceptos son diferentes, aunque ciertamente tienen en común la base desmaterializada.

En nuestro criterio, los términos utilizados por la contemporánea doctrina mercantil de **desincorporación y desmaterialización**, hacen referencia a conceptos sinónimos o similares, pero con diferentes acentos. En el tanto que la “**desincorporación**” enfatiza el hecho que el Principio de Incorporación, característico de la teoría tradicional de los títulos valores, modernamente es reestructurado de forma electrónica, -con lo cual fenece la incorporación del derecho en el soporte físico-, la expresión “**desmaterialización**” se refiere a la supresión del papel como soporte material del derecho incorporado en el título valor. En ambos casos el resultado práctico es idéntico: el título valor pierde el sustento documental para dar lugar al “valor” intangible, de carácter informático.

En relación con el concepto y extensión del fenómeno jurídico de la desincorporación, el jurista PAZ-ARES, - en buena medida

creador intelectual de la normativa de valores representados por medio anotaciones en cuenta en España-, explica el alcance con suma claridad: “...el concepto de desincorporación agruparía *todos aquellos fenómenos, tanto fácticos como normativos, por 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.*”¹²

Por lo tanto, las expresiones desincorporación y desmaterialización, en términos amplios se refieren al proceso gradual de pérdida del soporte material-documental de los títulos valores, lo cual abarca varias fases que van desde la desincorporación de la circulación de los títulos valores y su representación mediante certificados globales, macrotítulos e instrumentos de representación similares, hasta la desmaterialización total del título valor y su constitución totalmente electrónica.

La desincorporación o desmaterialización es la respuesta contemporánea a la necesidad de los mercados financieros de racionalizar la emisión, tráfico y custodia masiva de los títulos valores. Su carácter es genérico y por lo tanto, pueden existir diversas manifestaciones de la representación electrónica de los títulos valores que encuadran en el concepto de desmaterialización.

12 La desincorporación de los títulos valor (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta), Texto de la conferencia dictada en el Colegio Notarial de Madrid el día 21 de febrero de 1995.

B)- El régimen jurídico de los valores representados por anotaciones electrónicas en cuenta

Una mayor problemática presenta la determinación del alcance del concepto de valores representados por anotaciones electrónicas en cuenta. ¿Es ésta expresión privativa del régimen establecido en la LRMV o puede ser considerada una denominación genérica? Existen argumentos para sostener ambas posiciones.

La LRMV introduce la primera referencia a la expresión “anotación en cuenta” en el párrafo primero del artículo 115, relativo a las medidas de representación de las emisiones de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (en adelante RNVI), administrado por SUGEVAL:

“Las emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, *podrán representarse por medio de anotaciones electrónicas en cuenta o mediante títulos (...).* “ (El énfasis es nuestro).

A partir de este artículo, el Capítulo I intitulado Anotaciones en Cuenta, del Título VII sobre Compensación, Liquidación y Custodia de Valores, se dedica a establecer el régimen jurídico que aplica para valores representados por anotaciones en cuenta. Este Capítulo

regula la constitución, transmisión, titularidad, gravámenes y acreditación de los dichos valores. Se trata de un régimen jurídico previsto en la LRMV que aplica únicamente a los valores de oferta pública, circunstancia que es ratificada por el artículo 2 del Reglamento del Sistema de Anotación en Cuenta, aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero:

“Ámbito de aplicación

Este reglamento aplica para todos los valores provenientes tanto de emisores públicos como privados, que sean representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta que sean objeto de oferta pública.”

De conformidad con la LRMV, artículo 117. a).1.2., el Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta, -que tiene carácter único-, está conformado por las denominadas entidades miembro: Banco Central de Costa Rica, responsable de administrar el registro de emisiones del Estado y las instituciones públicas y las Centrales de Valores autorizados por la Superintendencia, encargadas de administrar el registro de emisiones de valores privados.

Cabe señalar que a la fecha en nuestro país se carece de una Central de Valores (de Anotación en Cuenta) autorizada por la Superintendencia General de Valores como

entidad miembro del Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta. Actualmente un servicio con características similares, es brindado por la Central de Valores S.A., (CEVAL). A tal efecto se utiliza el macrotítulo, instrumento con soporte documental heredado y reconocido como práctica bursátil de la derogada LRMV No 7091, que elimina la emisión física de los valores y pasan a ser representados globalmente por el macrotítulo abarcando toda la emisión. El macrotítulo es depositado físicamente en la CEVAL, que maneja el registro centralizado del valor y los cambios de titularidad se anotan en el registro de los Puestos de Bolsa.¹³ No obstante, es claro que esta situación constituye un mero paliativo, toda vez que, la intención del legislador fue la constitución de una central de valores en el contexto señalado por el citado artículo 117.

Retomando el análisis sobre el alcance de la expresión valores representados por “anotaciones electrónicas en cuenta”, consideramos que nos encontramos ante un régimen jurídico de carácter especial. Lo anterior, básicamente porque es un sistema de representación de valores desmaterializados regulado por la LRMV, reglamentos y acuerdos emitidos por SUGEVAL y CONASSIF, los cuales son sólo aplicables a valores de oferta pública, negociables en los mercados de valores. Lamentablemente la LRMV no previó una reserva de denominación, con lo

13 SGV-A- 32. Instrucciones para la utilización del macrotítulo y el certificado de deuda para representar valores provenientes de una misma emisión.

cual la expresión puede ser equívocamente extendida a figuras similares, generando confusión.

En este sentido, el Sistema Español de valores representados por anotación en cuenta, integrado principalmente por la Ley de Mercado de Valores 24/1988 (modelo inspirador de la actual LRMV) y su Reglamento tuvieron dicha previsión: “...se prevé una reserva de denominación. En virtud, las expresiones ‘valores representados por medio de anotaciones en cuenta’, ‘anotaciones en cuenta’ u otras que puedan inducir a confusión con ellas ‘sólo podrán utilizarse con referencia a valores negociables que sean objeto de representación por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo establecido’ por la LMV y su desarrollo reglamentario...”¹⁴

Recapitulando, en materia de valores representados por anotaciones en cuenta, nos encontramos en el ámbito de emisiones de valores de oferta pública, inscritas en el RNVI de SUGEVAL. Tratándose de cualquier otra modalidad de valores desmaterializados representados por mecanismos electrónicos, es conveniente emplear una denominación diversa.

IV)- El Certificado de Depósito o Inversión Electrónico

En los últimos años, algunas entidades del sistema financiero costarricense han ofrecido

a sus clientes certificados denominados de depósito o inversión “desmaterializados”, “en línea” o “electrónicos”, como una modalidad de inversión más favorable que el tradicional certificado de depósito (inversión) físico. Esto, debido a que desde la perspectiva del cliente los certificados electrónicos cuentan con la ventaja de eliminar el riesgo de pérdida, robo y destrucción del documento, siempre latente en relación con los títulos valores físicos. Por su parte, desde la posición de la entidad financiera oferente este mecanismo reduce los costos operativos, de custodia y los relativos a la emisión de papel.

Ahora bien, para determinar la naturaleza jurídica de este moderno mecanismo de inversión, es necesario estudiar en detalle los aspectos jurídicos y pragmáticos más destacados del certificado electrónico. Analicemos sus características relevantes:

A)- Características del certificado de depósito electrónico

1)- Naturaleza individual: se trata de certificados electrónicos de depósito (o inversión) de naturaleza única, en la medida que son emitidos uno a uno por la entidad financiera, de conformidad con los requerimientos de: plazo, moneda, periodicidad en el pago de intereses, forma de liquidación, etc., que el cliente solicite. De hecho, en la práctica bancaria local las entidades ofrecen un rango diverso de plazos

14 ESPINA (Daniel), Las anotaciones en cuenta, Civitas, Madrid, 1995, Págs. 220-221

mínimos de inversión¹⁵, tasas de interés y monto a invertir. En consecuencia, estos certificados carecen de estandarización, circunstancia que los excluye de la categoría de “valor”, contemplada en la definición que establece el artículo 2 de la LRMV.

2)- Carencia de negociabilidad en el mercado de valores: por regla general estos certificados desmaterializados o electrónicos no son susceptibles de negociación o transmisión mediante el mecanismo establecido para los valores representados por anotaciones electrónicas en cuenta en la LRMV o el Código de Comercio. Los valores representados por anotación electrónica en cuenta se transfieren mediante la inscripción en el registro del custodio (Art. 123 LRMV¹⁶ en relación con el Art.16 del Reglamento de Custodia), previa negociación en un mercado de valores organizado.

Ante esta situación, en caso que el depositante -titular del certificado- desee transferirlo, básicamente puede recurrir a las siguientes opciones: la redención anticipada de la operación de depósito -en cuyo caso la entidad emisora puede aplicar un cargo o comisión- o bien, solicitar la cancelación de

la representación electrónica y proceder a su consecuente emisión física con la finalidad de transferirlo.¹⁷

3)- Socialmente típicos: recurriendo a la clasificación elaborada por MARTORANO¹⁸, se trata de títulos socialmente típicos, es decir incorporan una obligación, que aunque no se encuentra expresamente contemplada en la Ley, en la práctica cuentan con una amplia difusión. Es un hecho que tratándose de certificados individuales desmaterializados, estamos ante un instrumento de inversión electrónico cuya creación no es reconocida legalmente, pero goza de amplia aceptación y reconocimiento en medio financiero patrio.

4)- Registro informático de titulares privado: El certificado de inversión o depósito desmaterializado es generado mediante un sistema informático que cuenta con un software diseñado para operar funcionalmente como registro de titulares individuales y es administrado por la propia entidad financiera que ofrece el servicio.

Actualmente no existe interconexión tecnológica entre los diferentes sistemas de registro implementados por las entidades

financieras y tampoco se cuenta con el reconocimiento legal de los cambios de titularidad efectuados mediante los registros electrónicos. Adicionalmente, algunas de las entidades utilizan “portales web” para productos en línea, por medio de los cuales los clientes suscritos al sistema pueden constituir el depósito. Precisamente la necesidad de dotar de seguridad este mecanismo, se constituye en la principal razón por la que carecen de circulación.

5)- Rematerialización de la inversión: es práctica frecuente que ante la solicitud del cliente para transmitir el certificado desmaterializado, la entidad financiera opte por rematerializar la inversión, es decir, emitir de forma física la inversión electrónica del cliente, con el propósito de que pueda ser negociado de conformidad con las reglas aplicables a los títulos valores individuales de carácter físico. En otras ocasiones, ante la necesidad de transferir el certificado electrónico, la institución financiera emisora solicita la presencia del titular actual y el futuro adquirente, se procede a cancelar el registro electrónico del titular actual y abrir uno nuevo a nombre del futuro, prescindiendo de la emisión física. Este trámite es documentado de forma manual. En consecuencia, no existe un régimen uniforme de transferencia de tales instrumentos, éste se encuentra supeditado a los requisitos que establezca cada entidad emisora.

6)- Emisión de documento probatorio: usualmente las inversiones electrónicas vienen acompañadas con la emisión de un documento en el cual consta el número de certificado e información general de la inversión (monto, fecha vencimiento, tasa de interés número de cupones, entre otros). Este documento no es negociable, ni acredita al titular el ejercicio de algún tipo de derecho vinculado a la inversión. En otros términos, las constancias físicas de depósito no comparten las características propias de los títulos valores y a lo sumo, podría identificárseles como “documentos de legitimación físicos y nominales” por su carácter estrictamente probatorio de la inversión y la titularidad del depositante.

B)- Naturaleza Jurídica

Dadas las características descritas, si bien el certificado es una inversión realizada por medios electrónicos, consideramos que su naturaleza jurídica no resulta equiparable –*mutatis mutandi*- a la de un título valor electrónico individual.

Si bien es cierto, existe un soporte electrónico que lógicamente conduce a la aplicación del Principio de Equivalente Funcional que contempla el artículo 3 de la Ley de Certificados, Firmas Digitales y Documentos Electrónicos, No 8454 (LCFDDE)¹⁹, actualmente no

15 Algunas entidades financieras establecen como plazo mínimo de inversión 31 o 33 días, en el tanto, otras ofrecen depósitos desmaterializados de 1 día plazo. En cuanto a los intereses, en algunas se establece que estos pueden ser depositados en la cuenta corriente o de ahorros del cliente, mientras en otras también se ofrece como opción su capitalización.

16 En lo que interesa el artículo 123 LRMV establece: “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. (...)”

17 Al respecto, cabe aclarar que la redención anticipada se caracteriza porque el monto de la inversión representada en el título valor es cancelada de previo al acaecimiento del plazo de vencimiento de ésta.

18 Op.cit., pág. 26

19 El artículo establece: “Cualquier manifestación con carácter representativo o declarativo, expresada o transmitida por un medio electrónico o informático, se tendrá por jurídicamente equivalente a los documentos que se otorguen, residan o transmitan por medios físicos. En cualquier norma del ordenamiento jurídico en la que se haga referencia a un documento o comunicación, se entenderán de igual manera tanto los electrónicos como los físicos. No obstante, el empleo del soporte electrónico para un documento determinado no dispensa, en ningún caso, el cumplimiento de los requisitos y las formalidades que la ley exija para cada acto o negocio jurídico en particular” (lo destacado no es del original).

cumple con todos los requisitos legales para calificarlos como título valor electrónico.

La equivalencia funcional: “...se basa en un análisis de los objetivos y funciones del requisito tradicional con miras a determinar la manera de satisfacer sus objetivos y funciones en el contexto tecnológico.”²⁰ En otras palabras, se procura sustituir los requerimientos físicos formales por sucesos tecnológicos; por lo tanto, se debe verificar si la inversión electrónica reúne los requisitos de los títulos valores que contempla el artículo 670 del Código de Comercio : “...a)- Nombre del título de que se trate; b)- Fecha y lugar de expedición; c)- Derechos que el título confiere; ch)- Lugar de cumplimiento o ejercicio de tales derechos; d)- Nombre y firma de quien lo expide...” La gran mayoría de las inversiones electrónicas analizadas, no utilizan la firma y certificación digital, que son precisamente los mecanismos jurídico-electrónicos que proporciona la Ley No 8454 para verificar y garantizar la integridad e identificar de forma unívoca al autor (emisor) con el documento electrónico y por lo tanto, validar jurídicamente el requisito relativo al nombre y firma del emisor del artículo 670.

Por otra parte, estas inversiones electrónicas carecen de vocación circulatoria, su

transmisión usualmente conlleva a la rematerialización de la inversión como requisito previo al traslado de titularidad, circunstancias que prácticamente excluyen la aplicación del Principio de Equivalencia Funcional y la eventual equiparación entre el certificado de inversión electrónico y el título valor. En el contexto de la teoría general de los títulos valores, podrían considerarse como un tipo de documento de legitimación electrónico de conformidad con la regulación del artículo 686 del Código de Comercio.²¹

A pesar de lo expuesto, consideramos que una vez que el sistema de registro electrónico utilizado por las entidades financieras habilite el empleo de los mecanismos dispuestos en la LCFDDE, de manera que las inversiones electrónicas puedan circular a salvo de alteraciones, sería factible reubicar su naturaleza jurídica como títulos valores individuales electrónicos.

v)- En particular sobre inversiones electrónicas con transmisibilidad condicionada

En materia de inversiones electrónicas, en algunos supuestos específicos el emisor brinda la posibilidad de transferir la inversión a un tercero bajo ciertas condiciones establecidas por el propio emisor. Tal es el

caso de las inversiones en línea, denominadas instrumentos financieros de inversión o depósitos electrónicos a plazo (en adelante DEPs), ofrecidas por el Banco Central de Costa Rica (en adelante BCCR) a través de la plataforma tecnológica denominada Central Directo, que constituye un mecanismo para la negociación de operaciones monetarias y cambiarias a través de Internet.²²

En lo que interesa el BCCR, ofrece depósitos electrónicos overnight (plazo de un día) y depósitos electrónicos DEP-A y DEP-B.²³ En los depósitos A y B, la diferencia estriba en el plazo de la inversión, el A corresponde a una inversión de 2 a 6 días, en el tanto que el B cubre una inversión de 7 a 1800 días. En todas las modalidades de DEPs, el conjunto obligacional creado entre depositante y depositario que se desarrolla en un ambiente ajeno al soporte físico y el derecho de crédito establecido a favor del depositante se encuentra incorporado en un documento digital.

En relación con estos instrumentos financieros, merece particular atención el criterio de circulación que a la fecha ha sido aplicado a éstos. En un primer momento se consideró que el servicio de Central Directo como

ventanilla electrónica, tenía potencial para ofrecer al público inversionista la posibilidad de negociación en mercado secundario (para lo cual debe cumplir con las disposiciones normativas relativas al tema, especialmente las contenidas en la LRMV). No obstante, al momento de evaluar la factibilidad de introducir un régimen de circulación a los DEPs, la Asesoría Jurídica del BCCR, en el oficio No. AJ-637-2007, del 11 de julio de 2007, argumentó que: “(...) la inclusión de un régimen de transmisión al DEP, siempre y cuando sea así acordado por la Junta Directiva y se mantenga la imposibilidad de negociación en el mercado de valores, es legal y no riñe con las disposiciones contenidas en los artículos 1, 2 y 10 de la LRMV, las cuales tienen un objeto diferente de regulación que no calza con la naturaleza del instrumento en estudio.” En consecuencia, de manera muy acertada no se consideró posible atribuir a los DEPs, la naturaleza de valores negociables en los mercados de valores sujetos a la autorización por parte de la SUGEVAL de previo a realizar su oferta pública.

Sin perjuicio de lo anterior, en materia de transmisibilidad de los depósitos la Junta Directiva del BCCR, en el acta de sesión No. 5335-2007²⁴, acordó implementar al DEP

20 REMOLINA ANGARITA (Nelson), Desmaterialización, documento electrónico y centrales de registro, Comercio Electrónico, Bogotá, Legis, 2005, pág. 145
21 Artículo 686: Salvo las normas relativas a la legitimación, las disposiciones de este título no son aplicables a documentos que sólo sirven para identificar a quien tiene el derecho a una prestación, o para permitir el traspaso del derecho sin la observancia de las formas propias de la cesión, pero con los efectos de ésta.

22 Reglamento de Central Directo. Artículo 1. Aprobado por la junta directiva del Banco Central de Costa Rica, mediante artículo 9 del acta de la sesión No. 5433-2009, celebrada el 12 de agosto del 2009. Publicado en el diario oficial La Gaceta No.168 del 28 de agosto del 2009.
23 www.centraldirecto.fi.cr.
24 Acta de sesión de Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica No. 5335-2007, celebrada el 4 de julio de 2007. En dicha sesión, se acuerda modificar las características del DEP “con el fin de mejorar las condiciones competitivas del DEP, para equiparlo con otras alternativas de captación similares que vienen operando los bancos comerciales en el mercado financiero nacional, pero siempre bajo la figura de depósito a plazo en moneda nacional que establece el artículo 60 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558 del 27 de noviembre del 2005), es necesario incorporar al instrumento un régimen de transmisión, a efectos de que la titularidad de los depósitos con él constituidos pueda ser traspasada a otro inversionista, cuando su propietario así lo determine”.

una modalidad de transmisión que a pesar de no ser negociable en los mercados de valores, resulte susceptible de transmisión mediante instrucción de traslado por parte del inversionista titular a otro cliente inscrito en Central Directo. Así la negociación de valores por medio de Central Directo opera exclusivamente a nivel del emisor, en tanto permite captar recursos financieros mediante la emisión de valores, pero no proporciona la liquidez característica del mercado secundario de valores, al poner en contacto a los ahorradores entre sí para que realicen transacciones de toda índole.²⁵

El régimen de transmisibilidad diseñado por el BCCR para los DEPs requiere del cumplimiento de dos condiciones previas: a)- Girar una instrucción de traslado del DEP al ente emisor (BCCR) y, b)- Que el sujeto receptor de la transferencia, se encuentre inscrito en el sistema de Central Directo. Se trata de un mecanismo de transferencia implementado por el emisor, cuyo ámbito de competencia está circunscrito al propio sistema de inversión electrónico organizado y administrado por el emisor. Asimismo, es importante analizar el hecho de que la página web de Central Directo indica que la forma de representación de estas inversiones se realiza mediante una “anotación electrónica en el BCCR”. La duda que surge es: ¿La anotación electrónica en el

BCCR es una figura análoga a la anotación electrónica en cuenta regulada en la LRMV? La respuesta es negativa. Como se mencionó, la Junta Directiva del BCCR implementó un criterio de transmisión a los DEPs conforme al cual el instrumento no resultaría negociable en los mercados de valores. Esto implica que su emisión no constituye oferta pública de valores en los términos de la LRMV y por ende no requiere la autorización, ni regulación por parte de la SUGEVAL. En consecuencia, el elenco de características asignadas a dichos instrumentos por parte del BCCR, excluye expresamente que sean objeto de regulación por parte de la LRMV, incluyendo las normas del Título VII, Capítulo I relativas a las anotaciones electrónicas en cuenta

A)- Uso del certificado digital

La inversión electrónica mediante el portal financiero que ofrece el BCCR presenta la característica de que el usuario debe poseer un certificado digital, con lo cual se valida la autenticidad del participante y firma electrónicamente el ingreso al sitio web de Central Directo.²⁶ Asimismo, Central Directo cuenta con un certificado digital reconocido internacionalmente, que garantiza que las conexiones a su sitio Web son confidenciales y se encuentran debidamente protegidas contra alteraciones, así como la autenticidad del sitio con el que se realiza la conexión.

La utilización del certificado electrónico para efectuar inversiones en los productos ofrecidos por el BCCR, como se verá, modifica el régimen jurídico; toda vez, que en este contexto es posible aplicar disposiciones de la Ley de Certificados, Firmas Digitales y Documento Electrónico No 8454, para determinar la naturaleza jurídica de la representación de la inversión. De conformidad con el artículo 3 de la LCFDCE, para que un documento electrónico pueda servir de soporte a un título valor desmaterializado debe cumplir con los requisitos y formalidades exigidas por el artículo 670 del Código de Comercio.

En efecto consideramos que dichos requisitos están contenidos en la representación de las inversiones electrónicas del BCCR. El empleo del sistema de firma y certificación digital, aseguran la autenticidad e inalterabilidad del contenido plasmado en la representación electrónica de dichas inversiones y la integridad de su emisión.

B)- La transferencia electrónica

Tradicionalmente en el derecho mercantil, la doctrina explica que los títulos valores nacen con vocación para circular: *“El título de crédito, esta por su naturaleza –o sea, orgánicamente- destinado a la circulación, esto es, al desplazamiento de poseedor a poseedor; por lo cual, debe considerarse que, en la disciplina del título de crédito, reside el denominado favor de la circulación.”*²⁷ Los

títulos valores se transmiten de conformidad con la ley de circulación establecida para las diferentes categorías de títulos. El Código de Comercio costarricense establece que los títulos valores cambiarios se transmiten por tradición (Art.712) y endoso (Art. 694), en el tanto que los títulos valores nominativos, circulan mediante la doble intestación, endoso nominativo e inscripción en el registro del emisor (Art.688). Por su parte, los valores representados mediante anotaciones en cuenta, se transmiten mediante la inscripción en el asiento del registro contable de la entidad de custodia (Art. 123 LRMV). En este sentido, la forma de circulación es establecida por la ley, en el tanto que el emisor eventualmente puede escoger la modalidad aplicable, según la calificación jurídica que atribuya al título al momento de su emisión.

La transmisión de inversiones electrónicas que regula el Central Directo, está condicionada a que el futuro adquirente de la inversión se registre en dicho sistema. Una vez ingresado al sistema, la transferencia opera mediante una instrucción de traslado del inversionista titular. Las características de dicho régimen de transmisión distan de asemejarse a la tradicional vocación circulatoria de los títulos valores, lo que podría generar cuestionamiento sobre si estos instrumentos pueden ser calificados como tales: *“Precisamente esta destinación inicial a la circulación, o sea, desde la*

25 Asesoría Jurídica del Banco Central. Criterio No. AJ-960-2007 de 16 de noviembre de 2007.
26 Guía de suscripción, central directo, www.centraldirecto.fi.cr

27 MESSINEO (Francesco), Manual de Derecho Civil y Comercial, Buenos Aires, 1955, pág.234.

*creación del título, ínsita en la voluntad del creador del título, constituye la esencia del título de crédito, el elemento discriminante y del cual derivan las características propias de la disciplina.”*²⁸

Aunado a lo anterior, la circulación de un título valor debe ser rápida y, en principio, exenta de condiciones, debiendo únicamente respetar los requisitos que establece la ley de circulación respectiva. Cualquier tipo de restricción o condición que tienda a dilatar el proceso circulatorio de un título valor, lo desnaturaliza. Dicha exigencia tiene su asidero lógico en la misma función económica los títulos valores: facilitar el tráfico comercial de la riqueza, representada primordialmente en dinero, créditos o mercancías.

En el caso del DEPs, como se apuntó, su modalidad de transmisión incorpora dos condiciones previas a su circulación: a)- la transmisión sólo puede operar entre clientes de Central Directo y; b)- la notificación al emisor a través de su sistema informático. En relación con la primera, a diferencia de los títulos valores que pueden ser traspasados de conformidad con su ley de circulación a cualquier persona física o jurídica sin limitante alguna,²⁹ los DEP sólo pueden transmitirse entre inversionistas activos del portal Web,

mediante instrucción de traslado por parte del inversionista titular a otro cliente inscrito en Central Directo. En consecuencia, el adquirente puede obtener el crédito derivado del depósito sólo si el transmitente es el efectivo titular del mismo³⁰, con lo cual se traslada el Principio de Tracto Sucesivo característico del derecho registral a un entorno de inversiones electrónicas. Este Principio es reconocido por la Ley Reguladora del Mercado de Valores para los valores anotados en cuenta.³¹

En cuanto notificación que se debe efectuar al emisor –BCCR- a efecto de poder transmitir el DEP, en nuestro criterio, dicho mecanismo presenta alguna semejanza con la cesión de créditos que con la circulación propia de los títulos valores, puesto que es asimilable con el requisito de eficacia que en la cesión debe operar para que el contrato de cesión suscrito entre el cedente y el cesionario tenga efecto ante el deudor. En efecto, el artículo 491 del Código de Comercio establece: *“La cesión de un crédito debe notificarse al deudor, y en tanto no se le notifique el traspaso es ineficaz en cuanto a él (...)”*. Ahora bien, se entiende que es asimilable en el tanto, en el caso de Central Directo, dicha notificación no constituye un requisito de eficacia, sino una consecuencia misma de las condiciones mediante las cuales

se transmiten los valores; es decir, que en dicha ventanilla electrónica inevitablemente el emisor – quien es a su vez quien administra dicho centro-, debe enterarse de quienes van a ser sus sucesivos acreedores. En esta hipótesis la instrucción de traslado al BCCR, funcionalmente equivale a la notificación al deudor exigida por el Código de Comercio, pues estructuralmente el depósito electrónico es una deuda que adquiere el emisor con el titular de la inversión, por lo tanto, el BCCR tiene la condición de emisor y deudor. Por lo que no es dable equiparar el mecanismo de transmisión de los DEP con el régimen de circulación tradicional característico de los títulos valores. Recordemos, que este último se creó con el fin de obviar las formalidades propias de la cesión, precisamente la necesidad de notificar al deudor del cambio en la titularidad del crédito cedido.

El hecho de que la inversión electrónica posea un régimen de transmisión, no la califica *per se* como vocación circulatoria, máxime si se toma en consideración que deben cumplirse requisitos previos para proceder con el cambio del titular. Por ello, en relación con los DEPs, es nuestro criterio que cuenta con un régimen de transmisión, más no de circulación en el sentido tradicional. En efecto, al no ser negociables en el mercado secundario e introducir un régimen de transferencia que retoma aspectos de la cesión de derechos, el emisor resta a estos instrumentos la principal característica de los títulos valores: la de circulación sucesiva, ágil y exenta de formalidades. Por lo tanto, consideramos

que no es factible desde el punto de vista técnico equiparar este medio de transmisión de la inversión electrónica con la circulación propia los títulos valores y la establecida para los valores anotados en cuenta regulados en la LRMV.

Lo anterior, no obsta para plantear la posibilidad de que las inversiones electrónicas creadas por el BCCR cuentan con un régimen de circulación especial, producto exclusivo de los requerimientos operativos propios de un acto de transmisión que se ejecuta de forma electrónica, y utiliza una red pública para su acceso inicial. Es precisamente por esta razón que resulta imposible equipararlo con el concepto tradicional de circulación aplicable a un título valor. Nos encontramos ante un mecanismo de soporte del título valor muy diferente del utilizado como base por la clásica doctrina mercantil; por lo que, de igual forma se deben generar respuestas que se adapten a las exigencias de la nueva tecnología.

VI)- Conclusiones Preliminares

Se trata de conclusiones preliminares porque en materia de inversiones desmaterializadas y títulos valores electrónicos, nos encontramos frente a un proceso de evolución y transformación de la teoría general de los títulos valores que actualmente carece de propuestas definitivas.

De los Principios que de conformidad con la tradicional doctrina mercantil aplican a

28 FERRI (Giuseppe), Títulos de Crédito, Abeledo-Perrot, Buenos Aires pág.27
29 Con excepción de la transmisión de las acciones nominativas, que puede estar sujeta a la autorización previa del Consejo de Administración, artículo 138 Código de Comercio.
30 Esto significa que no es posible diferenciar entre titularidad y posesión, la adquisición a non domino es improbable.
31 Artículo 124, párrafo final: “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.”

los títulos valores, la circulación es muy posiblemente el que experimenta mayores transformaciones producto de la tecnología informática. Es evidente que por razones de seguridad informática e integridad del contenido, la circulación de un valor documentado por medios informáticos requiere de dispositivos electrónicos adicionales: firma y certificado digital. Esto debido a que el entorno electrónico, -sin la adecuada protección-, puede resultar un ambiente mucho más vulnerable que el soporte físico brindado por el papel. Por lo tanto, la construcción de una teoría sobre el título valor electrónico, en nuestro criterio necesariamente conlleva el acompañamiento de la firma y el certificado digital, como mecanismos indispensables para garantizar la identidad del emisor y la autenticación del contenido.

En resumen, la regulación establecida por la Ley No 7732 para valores representados por anotaciones en cuenta, aplica para los títulos estandarizados de oferta pública y negociables en una bolsa de valores. Por su parte, tratándose de inversiones electrónicas individuales, actualmente el sistema financiero costarricense ofrece dos modalidades: las inversiones que no utilizan firma y certificado digital que poseen una naturaleza jurídica cercana al título de legitimación electrónico o documento electrónico impropio, en el tanto, que los instrumentos de inversión que se acompañan de los dispositivos electrónicos (firma y certificado digital), al amparo de la Ley No 8454 y el Principio de Equivalente Funcional tienen la condición de título valor individual electrónico.