

Bolsa Nacional Valores, S. A.
DIRECCIÓN DE ASESORÍA LEGAL
AL- 209 -02

PARA: Federico Carrillo Zürcher, Gerente General.

DE: Lourdes Fernández Quesada, Directora Legal
Priscilla Soto Quirós, Abogada

ASUNTO: **DEBER DE LOS EMISORES DE EMITIR VALORES QUE
NEGOCIAN Y MEDIDAS A TOMAR POR PARTE DE LA BOLSA
EN CASO DE INCUMPLIMIENTO**

FECHA: 17 de Julio del 2002

Esta Asesoría se ha pronunciado en años anteriores (oficios AL-137-00 del 28 de julio del 2000 y AL- 167-00 del 1 de setiembre del 2000) respecto al deber de los emisores de valores de emitirlos físicamente, cuando esa sea la forma de representación seleccionada por ellos mismos en la oferta pública respectiva. La discusión del tema obedece a los casos en los cuales dado que el plazo de los valores es muy corto (menos de diez días, por ejemplo), los emisores optan por no emitirlos, con el agravante de que las negociaciones en bolsa se realizan sin haberse entregado el valor objeto de la operación.

a) Sobre el deber de los emisores de emitir los valores colocados mediante oferta pública

Ante esta problemática, retomamos lo indicado en los dictámenes citados para efectos de evidenciar la obligación del emisor de emitir los valores de oferta pública, y valorar posteriormente las acciones que puede adoptar la Bolsa con el objetivo de velar por el correcto cumplimiento de las transacciones bursátiles.

Según explicamos en los oficios referidos “*el ejercicio de los derechos que se incorporan en un valor va a depender de lo que se exprese en el mismo (...) y por lo tanto un valor que no exista del todo (...) no facultaría a quien se dice su poseedor a ejercer los derechos respectivos.*”

Jurídicamente es claro que “*la intención del legislador en la LRMV –partiendo de los principios de transparencia y protección del inversionista- fue contemplar la emisión física de los valores objeto de oferta pública (entendiendo por ésta tanto la emisión de valores individuales como los macrotítulos) sin distingo de plazos o clase de valor, de manera tal que se permita al inversionista disponer de un documento físico (ya sea el valor o al menos una constancia o documento no negociable que establezca su titularidad y las características de los valores que posee) que represente su inversión.*”

Los riesgos que se corren con la no emisión de los valores que ofrezca y coloque públicamente un emisor, pueden resumirse en tres:

- ❖ Ante el incumplimiento de pago del emisor al vencimiento del valor, no habría documento legal fehaciente que permita proceder con el cobro administrativo ni judicial.
- ❖ La operación de bolsa podría catalogarse como simulada al no haberse entregado el valor objeto de la misma, con las consecuentes sanciones estipuladas por la Ley Reguladora del Mercado de Valores.
- ❖ Los puestos de bolsa intervinientes en la negociación como parte vendedora estarían incumpliendo con la debida liquidación bursátil, ya que no están haciendo entrega del valor ofrecido al puesto de bolsa comprador. Esta actuación infringe tanto la Ley como el Reglamento General de la Bolsa Nacional Valores, S. A.

b) ¿Cuáles son las acciones correctivas que puede adoptar la Bolsa Nacional Valores?

❖ **Respecto a los Emisores:**

El Reglamento General de la Bolsa Nacional Valores, S. A. establece en su artículo 38 inciso e) la **obligación de los emisores de emitir y entregar a la Bolsa los valores que haya colocado en el mercado primario**, o bien realizar una acción autorizada de emisión equivalente. Este mismo numeral dispone que en caso de que el emisor incumpla con sus obligaciones, la Bolsa puede ordenar la suspensión de la cotización.

Esta norma parece resolver el problema al señalar claramente el deber del emisor y la consecuencia del incumplimiento. La eventual suspensión de la cotización debe hacerse de acuerdo con lo estipulado por el *Instructivo para la Imposición de Medidas Cautelares por parte de la Bolsa Nacional Valores*, según el cual para establecer aquélla es necesario que existan condiciones desordenadas u operaciones no conformes con los sanos usos o prácticas del mercado, que puedan ocasionar daños o perjuicios de gran magnitud al mercado de valores.

No omitimos advertir que las consecuencias que se deriven de la conducta inapropiada del emisor (al no emitir los valores que se colocan en el mercado) son un aspecto que debe valorarse, a fin de determinar su gravedad y la legalidad de imponer la medida precautoria de la suspensión de la cotización.

❖ **Respecto a los Puestos de Bolsa:**

El Reglamento General de la Bolsa Nacional Valores, S. A. dispone en sus artículos 18 inciso j) y 50 el deber de los puestos de bolsa de liquidar en forma oportuna las operaciones de bolsa en que intervengan, según lo pactado.

Esa “liquidación oportuna” implica la entrega del valor o del precio acordados, según la posición compradora o vendedora que asuma el puesto en la negociación. Dentro del tema que nos ocupa, analizaremos la liquidación de las operaciones desde la perspectiva de la entrega del valor pactado.

El mismo Reglamento indica la responsabilidad de los puestos de bolsa ante sus clientes respecto a la entrega de los valores y el pago del precio, tratándose de operaciones por cuenta ajena. Es decir, el puesto de bolsa debe velar por cumplir con la obligación asumida frente a su cliente y al otro puesto de bolsa contratante.

Por otro lado, los numerales 52 y 53 señalan como requisito de negociación la entrega anticipada de los valores (depósito previo en la Central de Valores de la Bolsa Nacional Valores, S. A. (CEVAL)), tanto en mercado primario como secundario. Somos conscientes de que esta gestión se ha flexibilizado para los casos en que los valores son estandarizados y su negociación se realiza a través del sistema de negociación de bolsa denominado SITE; no obstante, es importante tenerla presente y exigir su cumplimiento por parte de los puestos de bolsa respecto al resto de valores que negocien.

Estando claramente establecida la obligación y responsabilidad de los puestos de bolsa de liquidar en forma debida y oportuna las operaciones de bolsa en que participen, la no entrega del valor que se vende en el mercado en nuestro criterio constituye un incumplimiento de tal deber. En virtud de la existencia del *principio del buen fin de las operaciones de bolsa*, resulta indispensable que el cumplimiento de éstas se haga efectivo a través del mecanismo de ejecución coactiva contemplado en el Reglamento General de la Bolsa Nacional Valores, S. A., artículos 54 y siguientes.

Lo anterior por cuanto el puesto de bolsa debe preocuparse por cumplir con la entrega del valor ofrecido en la transacción bursátil, de modo que en caso contrario ésta no debería realizarse pues se incurre en un incumplimiento, cuya solución es la ejecución coactiva “de oficio” que puede hacer la Bolsa, según lo dispuesto en el Reglamento citado.

Otra alternativa que surge es la utilización del préstamo de valores para lograr el cumplimiento de la operación, de acuerdo con lo regulado en la normativa correspondiente.

❖ Conclusiones

- √ El **deber de la Bolsa Nacional Valores** de velar por el fiel cumplimiento de las operaciones que se realizan en los mercados que organiza, es claro tanto en la Ley Reguladora del Mercado de Valores como en el Reglamento General de la Bolsa Nacional Valores, S. A. Para cumplir con tal propósito, es necesaria la fiscalización y vigilancia que se ejerza sobre los puestos de bolsa y las operaciones de bolsa que diariamente se transan.

- √ Es **obligación de los emisores** emitir los valores colocados mediante oferta pública y siendo que las regulaciones de la Superintendencia General de Valores y de la misma Bolsa Nacional Valores, no hacen excepciones en cuanto a plazo o tipo de valor, tal deber es más evidente y en caso de incumplirse, la Bolsa cuenta con potestades suficientes para suspender la cotización de los valores; previa comprobación de los daños y perjuicios graves que se ocasionarían al mercado con tal incumplimiento.

- √ Los puestos de bolsa en su condición de intermediarios asumen la obligación de cumplir oportunamente con las operaciones de bolsa en que participen; de modo que deben entregar el valor o el precio negociado, según sea el caso. **Es por ello que en nuestro criterio el puesto debe gestionar ante el emisor la entrega del valor, pues de lo contrario, al hacer la transacción en bolsa y no poder cumplir con la entrega del valor, quien está incumpliendo esa operación es el puesto y no el emisor, con las consecuencias de ejecución coactiva aplicables ya indicadas.**