

BOLSA NACIONAL DE VALORES, S. A.
Dirección de Asesoría Legal
AL-190-10

Para: José Rafael Brenes Vega, Gerente General

De: Adrián Alvarenga Odio, Director Legal
Priscilla Soto Quirós, Abogada Asesora

Asunto: Consulta “...” sobre valores negociables

Fecha: 30 de agosto del 2010

I. Consulta

En fecha 16 de julio del año en curso se recibió oficio “...” Del “...” solicitando el pronunciamiento de la Bolsa en relación con los siguientes temas:

- a) Diferencia entre la transmisibilidad y la negociabilidad de los valores
- b) Si los “valores individuales desmaterializados no estandarizados” emitidos por esa entidad constituyen valores
- c) Si las inversiones representadas por medio de macro títulos son valores, a la luz de la Ley Reguladora del Mercado de Valores

Seguidamente exponemos nuestro criterio al respecto.

II. Criterio Jurídico

a) Sobre la transmisibilidad y negociabilidad de los valores

De conformidad con la Ley Reguladora del Mercado de Valores N°7732 (en adelante la LRMV), artículo 2, son valores los títulos valores y cualquier otro derecho económico o patrimonial, incorporado o no en un documento que, por su configuración jurídica y régimen de transmisión, sea susceptible de negociación en un mercado de valores. En consecuencia, para que un instrumento pueda ser calificado como “valor” se requieren dos elementos: - un derecho de contenido económico o patrimonial (plasmado en un documento físico o no); y que - tal derecho reúna las características necesarias para ser transado o negociado en el mercado bursátil.

Ahora bien, ¿a qué nos referimos con que el valor debe reunir ciertas características para ser negociado en los mercados organizados por las bolsas de valores? La **negociabilidad** de los valores puede enfocarse desde dos perspectivas, directamente relacionadas:

-En lo referente a la **facilidad de transmisión de los valores**, a su **vocación circulatoria de la riqueza**, la cual es intrínseca en todo valor. En ese sentido, la mayoría de la doctrina mercantil alude al **carácter transmisible** del derecho económico o patrimonial, denominando entonces a los “títulos negociables” como aquellos documentos cuya propiedad puede cambiar con facilidad, generalmente mediante endoso, endoso y entrega, y a veces sólo mediante entrega (dependiendo de la clasificación de ese valor y la forma establecida para transmitirse). *La negociabilidad de un valor es una característica propia de aquellos que forman parte del mercado de valores y es el procedimiento a través del cual éste se transfiere, circula o negocia, según su ley de circulación, a fin de permitir su oferta y demanda, propias de este mercado.*¹

-En lo referente a la **bursatilidad de los valores**, vista ésta como la facilidad que tiene cierto valor para comprarse o venderse, en comparación con el número total de títulos operados en un cierto tiempo. ² Así pues, la bursatilidad constituye el grado de negociabilidad de un valor cotizado a través de la bolsa, es decir, la posibilidad de encontrar compradores o vendedores del mismo con relativa facilidad.

Adicionalmente y como parte de su negociabilidad pueden establecerse, aunque con carácter excepcional, algunas **condiciones a los valores que determinarán si podrán o no ser negociados en los mercados organizados por las bolsas de valores**, y cuyo objetivo debe ser procurar la profundidad y transparencia del mercado. Cabe mencionar como ejemplo en este caso, la disposición de *no negociabilidad* que estableció la Bolsa Nacional de Valores en el año 2001 para las acciones físicas, sin que por esta causa pierdan su carácter de títulos valores. En la Bolsa únicamente pueden negociarse a partir de esa fecha **acciones desmaterializadas**, representadas mediante un certificado inmovilizado accionario y bajo la reglamentación establecida por la Superintendencia General de Valores.

*“En cuanto a la negociabilidad baste señalar que con tal expresión se ha querido hacer referencia a algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos, y que deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes.”*³ *“La negociabilidad implica la aptitud del valor para ser objeto de transmisión en un mercado de valores formalmente organizado. Ciertamente todo derecho de contenido económico o patrimonial por naturaleza contiene la aptitud para ser negociable o transmisible; no obstante el término valor que introduce la LRMV debe tener como contexto el*

¹ Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2008075389-003 del 23 de enero de 2009.

² www.bursatron.com.mx/bursatilidad

³ España. Ley del Mercado de Valores 24/1988 del 28 de julio. Citado por Rojas Chan, Anayansy. Valores anotados en cuenta. Estudio jurídico del régimen en la Ley 7732. Colegio de Abogados de Costa Rica. San José, 2003. p.42

ámbito de regulación para el cual fue creado, o sea, los mercados financieros y bursátiles. Ahora bien, dada la mutabilidad de los títulos valores, valores, productos y activos financieros que se negocian en este mercado, es lógico y acertado que el legislador introduzca un término genérico omnicomprendido de la inagotable variedad de valores que pueden ser generados de acuerdo con la evolución y necesidades del mercado.”⁴

Con base en lo anterior, es importante aclarar que, según lo establecido por la LRMV, los valores deben ser transmisibles y además negociables. No obstante, dicha negociabilidad puede analizarse desde varios aspectos, tal como hemos señalado, algunos más relevantes que otros, pero que en conjunto conforman el carácter exigido por la LRMV para considerar a esos derechos económicos o patrimoniales como valores.

b) Sobre el carácter de “valor” de los valores individuales-no físicos emitidos por “....”

En lo referente a las negociaciones de valores individuales de deuda emitidos por entidades reguladas por la Superintendencia General de Entidades Financieras (en adelante SUGEF) en el mercado primario, debemos señalar inicialmente que el artículo 10 de la LRMV establece que:

“Sólo podrán ser objeto de oferta pública en el mercado primario, las emisiones de valores en serie conforme a las normas dictadas reglamentariamente por la Superintendencia y autorizadas por ella.

Se exceptúan las emisiones de valores individuales de deuda de las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras.

En relación con lo dispuesto en el párrafo primero de este artículo, las emisiones de valores del Estado e instituciones públicas no bancarias, únicamente estarán exceptuadas de la autorización de oferta pública.” (El énfasis no es del original)

Es decir, la norma general establece que los valores objeto de oferta pública **en mercado primario deben ser seriados**; sin embargo la Ley establece la **excepción** de que los **valores individuales de deuda que emitan entidades reguladas por la SUGEF** también puedan ser objeto de negociación en ese mercado.

El *Reglamento de Oferta Pública de Valores emitido por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF)*, por su parte, contempla disposiciones específicas con respecto al concepto de valor y a la oferta pública de los valores individuales. A continuación, transcribimos las normas relacionadas:

⁴ Rojas Chan, Anayansy. Valores anotados en cuenta. Estudio jurídico del régimen en la Ley 7732. Colegio de Abogados de Costa Rica. San José, 2003. p.43

“Artículo 2. Concepto de valor

Se considera valor cualquier derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento que, por su configuración jurídica y régimen de transmisión, pueda ser objeto de negociación en un mercado de valores. “

“Artículo 3. Instrumentos financieros que se consideran valores

Se consideran valores, sin necesidad de entrar a considerar ningún otro elemento o circunstancia:

- a. Las acciones emitidas por sociedades anónimas, así como cualquier otro documento que pueda dar derecho a la suscripción de acciones.
- b. Las obligaciones negociables emitidas por un emisor público o privado.
- c. **Los documentos que tengan la naturaleza de títulos valores según la ley o la práctica mercantil.**
- d. Los certificados de participación de los fondos de inversión.” *(El énfasis no es del original)*

“Artículo 4. Presunciones sobre la existencia de un valor

Se presumirá, salvo prueba en contrario, que constituyen **valores**:

- a. Los documentos o instrumentos representativos de contratos de inversión o emitidos en conexión directa con tales contratos. Se entiende por contrato de inversión cualquier contrato en el que concurran las características siguientes:
 - i. La conjunción de un tomador de fondos y un inversionista que aporta los fondos.
 - ii. El inversionista no tiene injerencia directa en la administración de la empresa o negocio a que se refiere la inversión.
 - iii. Se ofrecen o emiten documentos o instrumentos múltiples, aunque no necesariamente iguales, cada uno de los cuales representa un derecho de crédito o de participación en relación con una cartera o negocio común.
- b. Los certificados que otorguen a sus tenedores derechos de participación en un patrimonio fideicometido, con exclusión de los fideicomisos testamentarios o de garantía.
- c. Los productos provenientes de procesos de titularización y otros productos estructurados, según lo dispuesto en este Reglamento.” *(El énfasis no es del original)*

“Artículo 9. Emisiones estandarizadas

Únicamente podrán ser objeto de oferta pública de valores emitidos en forma estandarizada. Se consideran emisiones de valores estandarizadas aquellas provenientes de un mismo emisor en las que todos los valores que las componen confieren a su tenedor idénticos derechos y obligaciones.

En el caso de valores de deuda, ya sea de papel comercial, bonos, bonos convertibles en acciones o productos estructurados, la identidad deberá referirse

cuando resulte aplicable a las siguientes características:

- a. Fecha de emisión: a partir de la cual se contabiliza el plazo de la emisión.
- b. Fecha de vencimiento. El plazo de las emisiones de bonos con cupones deberá considerar meses de 30 días y años de 360 días.
- c. Valor facial.
- d. Moneda
- e. Tasa de interés: en el caso de tasas ajustables, el índice al cual hacen referencia será el vigente al menos 1 día hábil antes del inicio de cada período de pago de intereses.
- f. Periodicidad de pago de intereses y amortizaciones.
- g. Ley de circulación.
- h. Forma de representación.
- i. Garantías.
- j. Código de identificación internacional ("ISIN"), el cual deberá presentarse de conformidad con el artículo 41 de este reglamento.

En caso de emisiones de valores con cero cupón no aplica lo indicado en los incisos e. y f.

El Superintendente podrá exceptuar que las emisiones cumplan con algunas o todas de las características mínimas en atención a la naturaleza de los valores a registrar.

Podrán añadirse otras características especiales tales como amortización u opción de redención parcial o total. Las redenciones parciales deberán respetar en todos los casos los criterios de oferta pública y los montos mínimos exigidos en el artículo 11 de este Reglamento. En caso de que se utilicen mecanismos de sorteo según lo dispuesto en el artículo 20 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, deberá efectuarse públicamente conforme las disposiciones que emita el Superintendente. Los emisores tendrán plena libertad para fijar las características del valor; pero una vez fijadas, permanecerán invariables, excepto que se realice un proceso de modificación de conformidad con las disposiciones establecidas en este Reglamento.

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. Sin perjuicio de lo anterior, podrán negociarse en bolsa en rueda separada, conforme a los límites y condiciones establecidos en el Título VIII de este Reglamento.

En el caso de valores accionarios estos deben emitirse en forma estandarizada de modo que concedan los mismos derechos patrimoniales a todos los accionistas de una misma serie." (El énfasis no es del original)

"Artículo 10. Excepción al requisito de emisión estandarizada

Se exceptúan de la disposición del Artículo anterior los valores individuales emitidos por las entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), los cuales podrán ser objeto de oferta pública. No obstante lo anterior, los valores individuales emitidos por dichas entidades a más de 360 días no podrán negociarse en el mercado secundario." (El énfasis no es del original)

Con base en lo expuesto debemos afirmar que **la oferta pública de valores individuales emitidos por entidades sujetas a la fiscalización de la SUGEF en el mercado primario, está permitida por ley como una excepción a la norma general de que los valores objeto de oferta pública deben ser seriados o estandarizados.**

Ahora bien, en lo que respecta a la **oferta pública y negociación de estos valores en el mercado secundario** cabe destacar lo que establece el artículo 22 de la LRMV:

"Artículo 22. Organización.

Los mercados secundarios de valores serán organizados por las bolsas de valores, previa autorización de la Superintendencia. En tales mercados, únicamente podrán negociarse y ser objeto de oferta pública las emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Sin embargo, las bolsas de valores quedan facultadas para realizar transacciones con títulos o valores no inscritos en ese Registro. Para estos efectos, la Superintendencia señalará, mediante disposiciones de carácter general, los requisitos de información que sobre los emisores, los títulos y las características de estas operaciones, las bolsas deberán hacer de conocimiento público. Los valores referidos en este párrafo no podrán ser objeto de oferta pública.

Las bolsas de valores deberán velar porque las operaciones con títulos o valores no inscritos, se realicen en negociaciones separadas del mercado para títulos inscritos, y estén debidamente identificadas con un nombre que indique que los valores allí transados no están sujetos a la supervisión de la Superintendencia. Los títulos o valores que se negocien mediante estos mercados, no podrán formar parte de las carteras administradas por los fondos de inversión. Las operaciones realizadas con estos valores se ejecutarán bajo la responsabilidad exclusiva de las partes.

Los valores referidos en el párrafo segundo del artículo 10 de esta ley podrán negociarse en bolsa, siempre que su plazo no exceda de 360 días. Estarán sujetos a lo dispuesto en los dos párrafos anteriores, salvo que sí podrán ser objeto de oferta pública y formar parte de la cartera de fondos de inversión.

esto último siempre que se trate de fondos de inversión de corto plazo o del mercado de dinero.” (El énfasis no es del original)

Como puede observarse, la única salvedad para negociar valores objeto de oferta pública que no sean seriados en el mercado primario, la constituyen los valores individuales emitidos por entidades reguladas por la SUGEF; el resto de valores que no sean seriados deben negociarse en rueda separada para títulos no inscritos, mediante transacciones separadas y sólo tendrán mercado secundario. Es decir, los valores individuales de los entes de SUGEF tienen la particularidad de poderse negociar en mercado primario y en mercado secundario siempre que su plazo no exceda los trescientos sesenta días, según lo disponen los artículos 10 y 22 de la LRMV.

Además, **la misma LRMV confiere el carácter de “valor” a aquéllos que emitan las entidades fiscalizadas por la SUGEF aunque por sus características específicas no sean objeto de oferta pública en el mercado secundario**, de acuerdo con el citado artículo 22. Así lo dispone el artículo 116 del Reglamento de Oferta Pública de Valores:

“Artículo 116. Negociaciones autorizadas

Las bolsas de valores podrán autorizar la **negociación de valores no inscritos siempre y cuando éstos no sean objeto de oferta pública.**

Para que la negociación de títulos o valores no constituya oferta pública; deberá cumplir con las siguientes condiciones:

- a. Los valores objeto de negociación no podrán provenir de emisores que cuenten con emisiones autorizadas para oferta pública. Para estos efectos, se considerarán como tales todos los títulos valores que no sean parte de una emisión estandarizada.
- b. No podrán ser ofrecidos por medios de comunicación colectiva.

No podrán admitirse a negociación más de doce (12) valores de un mismo emisor, ya sea en un acto único o en actos sucesivos, en el plazo de un año, excepto los que se autoricen mediante el sistema de negociación autorizado por la Bolsa Nacional de Valores.

En ningún caso los emisores de valores podrán utilizar este mercado para captar ahorro público.

Las estadísticas de las bolsas de valores deberán detallar estas operaciones en forma agregada y separada de las que se realicen con títulos inscritos.” (El énfasis no es del original)

Por consiguiente, si una entidad no está sujeta a la fiscalización de la SUGEF, por ley, no puede emitir valores individuales negociables en el mercado de valores.

“.....” es una entidad financiera fiscalizada y regulada por la SUGEF, además de su condición de entidad autorizada por el Sistema Financiero Nacional para la Vivienda del Banco Hipotecario de la Vivienda. Ese **carácter de entidad fiscalizada por la SUGEF es otro de los elementos fundamentales para poder emitir valores individuales bajo el régimen de excepción establecido por los artículos 10 y 22 de la LRMV y el Reglamento de Oferta Pública de Valores.**

En el caso que nos ocupa, los valores individuales emitidos por “.....”, siempre que reúnan los requisitos establecidos por la LRMV y el Reglamento de Oferta Pública de Valores a los que hemos hecho referencia, pueden ser objeto de oferta pública y por ende se consideran valores. **En nuestro criterio, y con base en la documentación remitida sobre el prospecto de las emisiones correspondientes, estimamos que son valores individuales que pueden considerarse como tales y en algunos casos hasta son objeto de oferta pública, por cuanto su plazo no excede los trescientos sesenta días requeridos.**

Es importante hacer la **salvedad** que la entidad competente y reguladora del mercado de valores en esta materia específica de la oferta pública de valores, es la Superintendencia General de Valores, por lo que el criterio definitivo sobre los temas cuestionados en última instancia corresponde a dicha autoridad.

c) Sobre el carácter de “valor” de las inversiones representadas mediante macrotítulos

La normativa que regula la figura del Macro título es el *Acuerdo SGV-A-32 Instrucciones para la Utilización del Macro título y el Certificado de Deuda para representar valores provenientes de una misma emisión*, emitido por la Superintendencia General de Valores.

El artículo 1 de esta normativa establece precisamente la facultad de los emisores de **representar sus valores** a través de macro títulos:

“Artículo 1.- Condiciones generales

Los emisores de valores podrán representar sus emisiones de valores por medio de macro título o certificados de deuda en las condiciones establecidas en el presente Acuerdo y siempre que:

- a) Se trate de emisiones en serie, de conformidad con la definición contenida en el Reglamento sobre oferta pública de valores.
- b) Se trate de emisiones a la orden o al portador.
- c) Se haga constar en el acuerdo de emisión.
- d) Se haga constar en el prospecto la emisión.
- e) **En el caso del macro título, se suscriba el contrato respectivo con la Central de Valores S. A., de conformidad con lo establecido en el presente Acuerdo.”** (El énfasis no es del original)

El macrotítulo es conocido en doctrina como *certificado múltiple* y su función es agrupar una emisión de valores, reduciendo así los costos y riesgos que involucra la emisión física del valor. Nació como una medida para facilitar el proceso de estandarización del mercado de valores costarricense, ya desde la primera LRMV número 7201 se contemplaba esta figura. Si bien la LRMV número 7732 vigente no establece expresamente tal instrumento, éste se fundamenta en principios ya incorporados en la legislación mercantil o bursátil, por cuanto su utilización se ha mantenido como un uso del mercado luego de la derogación de la primera LRMV.

Debe tomarse en consideración que el **macro título es un documento que no tiene el carácter de valor y por ende no es negociable**, ya que su función es la referida anteriormente, mas no la de sustituir de ninguna manera los valores que representa. Así lo dispone el artículo 7 del *Acuerdo SGV-A-32 Instrucciones para la Utilización del Macro título y el Certificado de Deuda para representar valores provenientes de una misma emisión*

“Artículo 7. Contenido del macro título

El macro título será un documento no negociable emitido por la entidad emisora a la orden de la Central de Valores S.A., representativo de los derechos de crédito derivados de los valores en él representados (principal e intereses). Deberá contener la siguiente información:

- a) Nombre del emisor.
 - b) Emisión a la que se refiere con indicación de los datos de autorización de oferta pública.
 - c) Fecha de emisión.
 - d) Monto de la emisión.
 - e) Número de valores que comprende y nominal de los valores.
 - f) Fecha de vencimiento.
 - g) Intereses y premios.
 - h) Periodicidad y amortizaciones.
 - i) Firma de los representantes legales de la empresa.
 - j) Indicación de que se trata de un documento no negociable.”
- (El énfasis no es del original)

Por lo tanto, como puede apreciarse, nuestra legislación bursátil es clara en otorgar el carácter de “valores” a las emisiones de valores que son representadas a través de macro títulos, y de conformidad con lo establecido en el citado Acuerdo SGV-A-32.

Se adjunta la propuesta de nota para remitir a “....”.

Estamos a sus órdenes para atender cualquier observación al respecto.