

EL SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA EN LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Dr. Ricardo GALLEGOS GÓMEZ¹

RESUMEN:

Los procesos legislativos bursátiles, en países desarrollados suelen implementarse al ritmo de la evolución progresiva de sus mercados financieros. Cuando las emisiones de valores se masifican en diferentes mercados mundiales y las transacciones sobre dichos valores se incrementan en proporciones geométricas, todas las gestiones de cumplimiento se vuelven simplemente inmanejables. Ante esto aconsejable buscar soluciones que apunten a salvar el problema surgido con la manipulación de los títulos-valor.

PALABRAS CLAVES:

Anotación de cuenta. Mercado de valores. Emisores. Transacciones bursátiles. Lado de la oferta y de la demanda. Desmaterialización de valores. Principio de Prioridad, de Tracto Sucesivo.

SUMARIO:

I.- Introducción.- II.- El Sistema de Anotación en Cuenta en el contexto del Mercado de Valores Ecuatoriano.- II.1.- La finalidad del mercado de valores.- II.2.- La compraventa de valores.- II.3.- El Sistema de Anotación en Cuenta.- II.4.- Definición del Sistema de Anotación en Cuenta.- III.- La Desmaterialización.- III.1.- Su relación con la Anotación en

¹ Doctor en Jurisprudencia. Abogado. Diplomado en Mercado de Valores. Universidad del Pacífico. Ex. Asesor legal Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomiso BG S.A. Ex. Miembro alterno Sector Privado del Consejo Nacional de Valores. Secretario General Corporación Civil Bolsa e Valores de Guayaquil. Asesor Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.

Cuenta.- III.2.- Definición en la legislación bursátil ecuatoriana.- III.3.- Objeciones al término “Desmaterializar”.- IV.- La Anotación en Cuenta.- IV.1.- Antecedentes.- IV.2.- Mecanismos ante la masificación.- IV.2.1.- Correctores.- IV.2.1.- Sustitutivos.- IV.3.- Base Legal en la legislación bursátil ecuatoriana.- IV.4.- Naturaleza Jurídica.- IV.5.- Principios rectores del sistema.- IV.5.1.- Principio de Prioridad.- IV.5.2.- Principio de Tracto Sucesivo.- V.- Conclusiones.-

I.- Introducción.-

Los procesos legislativos bursátiles, en países más desarrollados que el nuestro, suelen implementarse al ritmo de la evolución progresiva de sus mercados financieros. El Sistema de Anotación en Cuenta es un claro ejemplo de esto.

Una vez que las emisiones de valores se masifican en diferentes mercados mundiales y las transacciones sobre dichos valores se incrementan en proporciones geométricas, todas las gestiones de cumplimiento ante los diferentes centros o plazas de negociación bursátil se vuelven simplemente inmanejables. La circulación de derechos - función económica que cumplen los títulos-valor - se empieza a obstaculizar por los enormes cuellos de botella que genera el congestionado tráfico de papeles. Había que buscar soluciones para los problemas surgidos con la manipulación de títulos-valor y ante esto se implementan mecanismos y fórmulas que terminarán constituyendo lo que conocemos ahora como el Sistema de Anotación en Cuenta.

En Ecuador, la primera mención al Sistema de Anotación en Cuenta como tal la encontramos en la Ley de Mercado de Valores del año 1998² pero ya se hacían referencias a algunas de sus partes integrantes en la Ley de Mercado de Valores del año 1993.³ Ésta última ya incluía dispo-

² Ley 107, publicada en el Registro Oficial 367 del 23 de julio del año 1998 y posteriormente codificada en el año 2006.

³ Ley 31, publicada en el Registro Oficial del 28 de mayo del año 1993. Con estas leyes nuestro legislador introducía normas que no necesariamente tenían relación directa con la situación de nuestro mercado de valores en ese preciso momento; sin embargo, lo dotaba de una institución que ya funcionaba en mercados financieros avanzados y constituía

siciones que trataban sobre el depósito de compensación y liquidación de valores como un servicio que obligatoriamente debían brindar las bolsas de valores y dentro de los alcances del mismo se establecía la función de inscribir “valores que no se representen en títulos físicos o certificados”.

Luego de dieciséis años de la expedición de la primera Ley de Mercado de Valores y más de una década de expedida la Ley de Mercado de Valores vigente a la presente fecha, el mercado de valores ecuatoriano finalmente empieza a aceptar y aplicar normas que durante un tiempo sólo constituyeron enunciados modernos, pero casi inaplicables en nuestro medio. El Sistema de Anotación en Cuenta empieza a ser requerido por los emisores, conocido para los inversionistas y necesario para los intermediarios.

En el presente artículo revisaremos su ubicación dentro del contexto del mercado de valores ecuatoriano, su relación con la denominada desmaterialización de valores y el sustento legal en el cual éste se asienta.

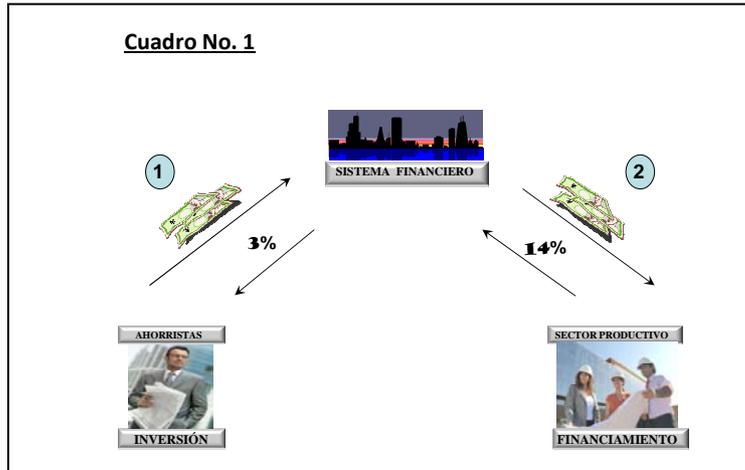
II.- El Sistema de Anotación en Cuenta en el contexto del Mercado de Valores Ecuatoriano.-

Para determinar la ubicación que ocupa en nuestro Mercado de Valores consideramos apropiado realizar una descripción que parta de una visión macro del mismo hasta llegar al preciso espacio en el que se aplicará el Sistema de Anotación en Cuenta.

II.1.- La finalidad del mercado de valores.-

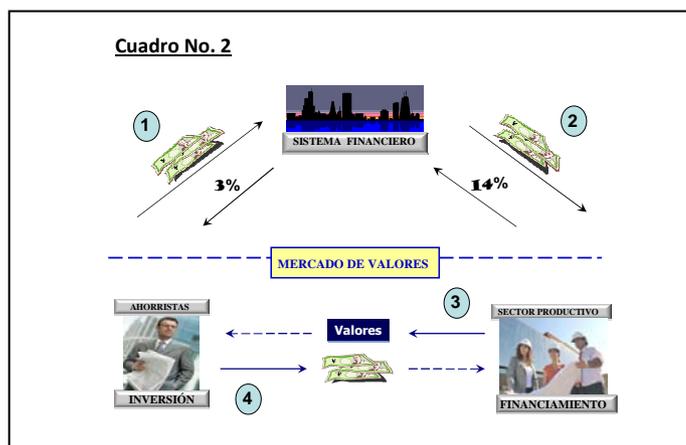
Tanto para los ahorristas que buscan opciones de inversión como para las empresas del sector productivo que requieren financiamiento, la solución que primero consideran está en el sistema financiero.

legislación preparatoria para un esperado desarrollo del mercado de valores ecuatoriano, que así era empujado hacia una tendencia mundial de regular aplicación y utilización desde hace algunos años.



(1) Para los ahorristas, esto va a significar depositar su dinero en algún tipo de certificado de inversión, o ahorro, a cambio de un interés que a la presente fecha está en un promedio del tres por ciento (3%) anual.

(2) Para el sector productivo que busca financiamiento, esto va a significar solicitar un crédito a alguna institución del sistema financiero a cambio del pago de un interés que a la presente fecha está en un promedio del catorce por ciento (14%) anual.

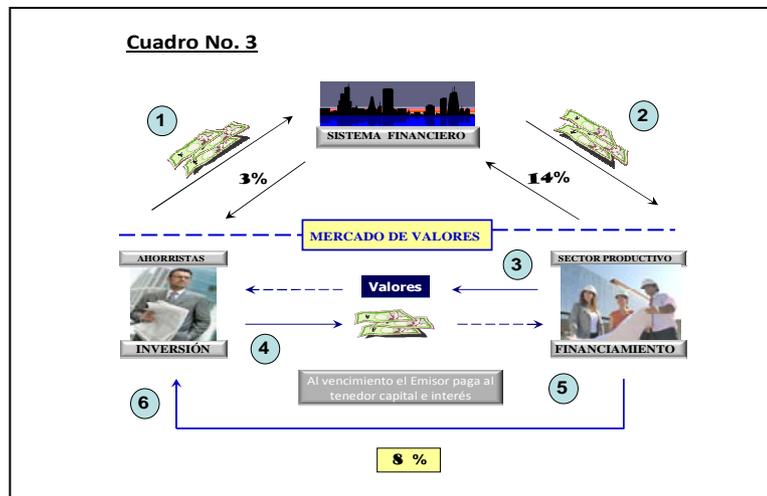


EL SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA EN LA LEY DE MERCADO DE VALORES

El mercado de valores, por su parte, también constituye una alternativa tanto para los ahorristas como para el sector productivo. Su finalidad consiste en la canalización de recursos de los inversionistas al sector real, a través de la compraventa de valores. Por eso se dice que es una herramienta de desintermediación financiera.

El traslado de capitales se va a dar mediante la emisión y colocación de valores en mecanismos transaccionales bursátiles (3) para su adquisición por parte de los inversionistas (4).

Las ventajas que el mercado de valores ofrece las podemos confrontar contra el sistema financiero en función del retorno y el costo del dinero. Para los ahorristas significará obtener un mejor rendimiento por el dinero invertido en valores contra el interés que devengará el dinero invertido en cuentas de ahorro o certificados de depósito. Para los emisores de valores, apalancarse a través del mercado de valores significará un ahorro en el costo del dinero recibido vía oferta de valores, contra el interés que generaría un préstamo bancario. En el cuadro número tres se grafica lo expresado.



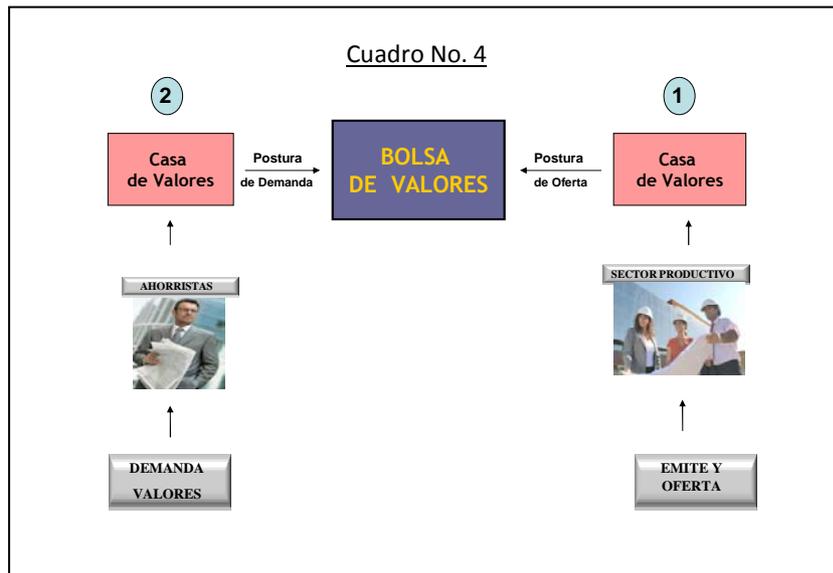
Luego de la compraventa de valores (3) - (4) y una vez cumplidos los plazos establecidos, al emisor le corresponde pagar el capital recibido más el interés ofrecido (5). El interés promedio en el mercado, a la presente fecha, es aproximadamente el ocho por ciento (8%). Este

porcentaje (8%) constituye para el sector productivo el costo del dinero recibido para financiar su actividad que será inferior al costo del dinero obtenido de la banca. En el cuadro confrontamos el 8% en intereses ofrecido por el emisor en el mercado de valores contra el 14% que éste tendría que pagar a un banco (2).

Este mismo porcentaje (8%) constituye para el inversionista (6) el retorno del dinero que entregó al sector productivo vía compraventa de valores, que seguramente será superior al interés devengado en algún producto de inversión del sector financiero. En el cuadro confrontamos el 8% recibido en el mercado de valores contra el 3% recibido del sector financiero (1).

II.2.- La compraventa de valores.-

Decíamos que la finalidad del mercado de valores era canalizar recursos del sector ahorrista al sector productivo, mediante la compraventa de valores. Corresponde exponer cómo se da una transacción de mercado bursátil para luego poder ubicar al sistema de anotación en cuenta en este contexto. El cuadro No. 4 nos servirá para este fin

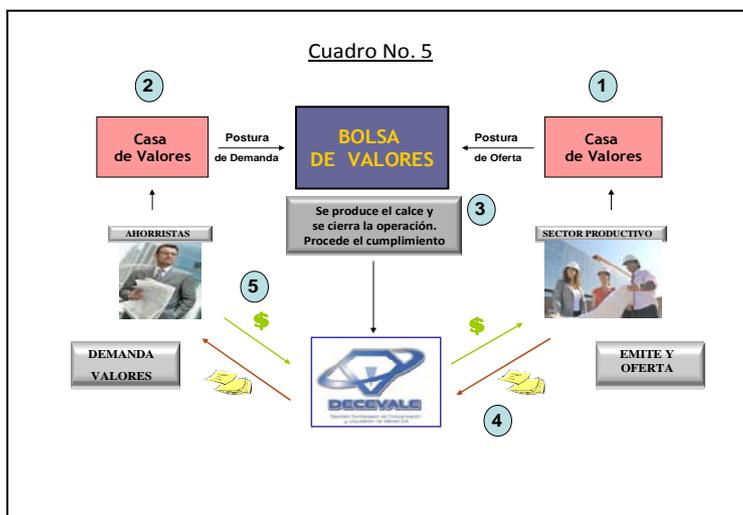


EL SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA EN LA LEY DE MERCADO DE VALORES

El gráfico plantea inicialmente dos partes intervinientes. En primer lugar, **el lado de la oferta (1)** en donde un emisor (sector productivo) realiza una emisión de valores para ofertar al mercado con la finalidad de captar recursos del público que financien su actividad. Esta oferta se ejecuta a través de una casa de valores, que para la colocación correspondiente pone una postura de oferta de valores, por cuenta del emisor, ante una bolsa de valores. En segundo lugar, **el lado de la demanda (2)** en donde un ahorrista cuenta con recursos para invertir a través de la demanda de un valor ofertado en una bolsa de valores. Esta demanda se ejecuta también a través de una casa de valores, que para la adquisición correspondiente pone una postura de demanda de valores, por cuenta del inversionista, ante una bolsa de valores.

Una vez que las posturas de oferta y demanda de valores coinciden se produce el calce y la operación queda cerrada. Corresponde el cumplimiento de la operación para lo cual cada una de las partes intervinientes, a través de sus respectivas casas de valores, deberán ejecutar lo acordado. El demandante deberá pagar el precio pactado para la compra y el ofertante deberá transferir los títulos-valor que emitió para ofertar.

En nuestro mercado de valores este cumplimiento opera a través de los denominados depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores. El cuadro No. 5 grafica el cumplimiento de una operación.

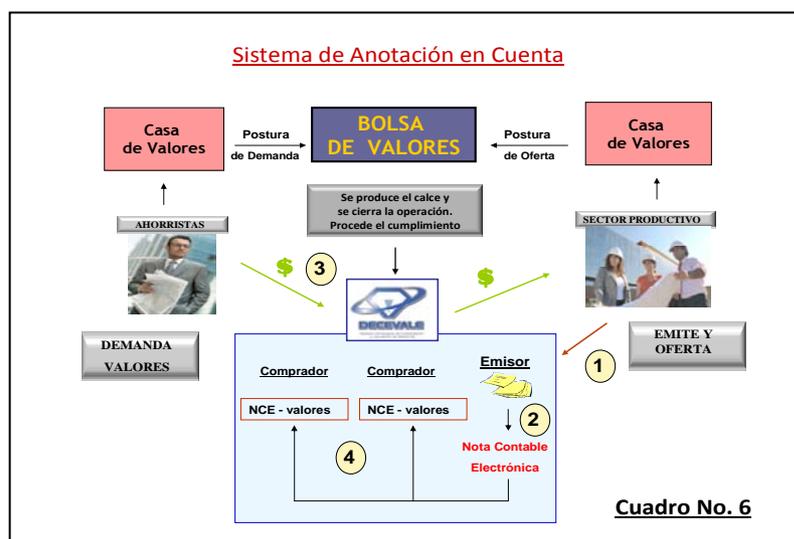


Como expresamos, luego del cierre de la operación (3) el ofertante (a través de su casa de valores) entregará al depósito centralizado de compensación y liquidación de valores el título-valor negociado (4) y éste lo entregará al inversionista contra la recepción del precio (5).

De la revisión de los pasos (4) y (5) del cuadro No. 5 se puede apreciar cómo se produce el traslado de recursos del sector ahorrista al sector productivo como consecuencia de una compraventa de valores y cómo todos los partícipes intervinientes aportan para este fin.

II.3.- El Sistema de Anotación en Cuenta.-

En función de sus beneficios el Sistema de Anotación en Cuenta abarca todo el mercado de valores; sin embargo, en función de su operativa éste se administra y gestiona desde los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores. A continuación incluimos un gráfico para ilustrar esto más claramente.



El esquema de la operación y su cumplimiento no cambia. El dinero que corresponde al precio pactado se entrega por la parte compradora del valor al depósito centralizado de compensación y liquidación de valores (3) para que éste lo entregue al emisor.

EL SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA EN LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Lo que no aparece en este esquema es la entrega de títulos-valor objeto de la negociación que veíamos en el Cuadro No. 5. El emisor ha depositado previamente los valores que serían objeto de la negociación en el depósito centralizado de valores (1). Estos han sido inmovilizados, es decir, depositados para su custodia en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores y contra ese depósito se ha procedido a registrar notas contables electrónicas que representan los valores emitidos, inicialmente dentro de una cuenta a nombre del mismo emisor (2). Conforme se vayan realizando operaciones sobre los valores ofertados por el emisor, se irán haciendo transferencias contables a cuentas a nombre de los compradores, dentro del registro que lleva el depósito de compensación y liquidación de valores (4).

La finalidad del mercado de valores se sigue cumpliendo y efectivamente se da el traslado de recursos a través de negociaciones de valores, sólo que la entrega o traslado físico de los mismos no existe. En su lugar el depósito de compensación y liquidación de valores ha registrado movimientos en las cuentas que administra y ha inscrito valores de forma electrónica bajo las cuentas de los respectivos adquirentes.

II.4.- Definición del Sistema de Anotación en Cuenta.-

Podemos decir que es un conjunto de normas y principios contenidos en la Ley de Mercado de Valores y en la reglamentación vigente que dan sustento legal y rigen la representación, registro y circulación de valores negociables - inscritos en el Registro del Mercado de Valores - a través de notas contables electrónicas; siempre bajo la custodia, administración y gestión de una entidad autorizada a brindar los servicios de depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, la misma que está bajo el control de la Superintendencia de Compañías y la regulación del Consejo Nacional de Valores.

III.- La Desmaterialización.-

Para efectos de tratar sobre el Sistema de Anotación en Cuenta y explicar su sustento legal es necesario primeramente revisar la denominada Desmaterialización.

Decimos que es necesario toda vez que en el Glosario de Términos que consta al inicio de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores⁴ se han incorporado definiciones tanto para la “Desmaterialización de Valores” como para la “Anotación en Cuenta”. De la revisión de ambas se

III.1.- Su relación con la Anotación en Cuenta.-

Las referencias cruzadas en las definiciones nos indican que efectivamente existe una relación estrecha; sin embargo, no son sinónimos.

En general podemos decir que “Desmaterialización” es un término de alcance amplio que cuando es usado dentro del contexto de la actividad bursátil -como es el caso - engloba una tendencia y un concepto aplicados en los mercados de valores modernos: representar valores negociables prescindiendo del papel.

La “Anotación en Cuenta” por su parte involucra dos aspectos. Es una nota contable electrónica, reconocida por la ley, como medio de representación de valores negociables en el mercado de valores; y, además hace referencia a un servicio que están facultados a brindar exclusivamente los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y que incluye la emisión y administración de las notas contables electrónicas referidas.

Bien podemos concluir que **la Desmaterialización de Valores se implementa y logra a través de la Anotación en Cuenta.**

III.2.- Definición en la legislación bursátil ecuatoriana.-

Como mencionamos en el numeral anterior, en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, específicamente dentro del Glosario de Términos, se incluye una definición al

⁴ Resolución No. CNV-008-2006, Registro Oficial Suplemento 1 el 8 de marzo del año 2007 constata que al definir la desmaterialización de valores se ha hecho mención a la anotación en cuenta y al definir la anotación en cuenta se ha hecho mención a valores desmaterializados; todo lo cual impone una explicación a fin de aclarar como estos dos términos se relacionan entre sí.

término “Desmaterialización de valores” que a continuación transcribimos:

“Desmaterialización de valores: Consiste en sustituir valores físicos por “Anotaciones Electrónicas en Cuenta”. Estas anotaciones electrónicas en cuenta poseen la misma naturaleza y contienen en sí, todos los derechos, obligaciones, condiciones y otras disposiciones que contienen los valores físicos.”
(El resaltado fue incluido por el autor)

Sin embargo, antes de referirnos al texto de la definición consideramos procedente establecer cuál es el alcance legal del mencionado Glosario de Términos; y al respecto, debemos mencionar que al parecer esto ha quedado aclarado con la expedición de la Resolución del Consejo Nacional de Valores No. CNV-006-2009, publicada en el Registro Oficial No. 53 del 23 de Octubre del año 2009.

En ésta, el órgano regulador del mercado de valores ecuatoriano en consideración a la atribución contenida en el numeral 24 del artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores, esto es, “[d]efinir, cuando no lo haya hecho la presente Ley, los términos de uso general en materia de mercado de valores”, resolvió agregar un párrafo justo después del título “Glosario de Términos”, cuyo texto a continuación se detalla y que rige para todos los términos detallados en dicha sección: *“Art. 1.- Para efectos de la aplicación de la siguiente Codificación se establece el siguiente glosario de términos y se dispone su obligatoria aplicación.”* (El resaltado fue incluido por el autor)

Con relación a la definición, la primera parte hace referencia a la sustitución y establece que la desmaterialización consiste en la *sustitución* de valores físicos por anotaciones en cuenta. En esta parte parecería que la definición tiene un ámbito limitado ya que sólo abarcaría las emisiones de valores ya existentes actualmente representadas mediante títulos cartulares, que se entregan e inmovilizan en un depósito de compensación y liquidación de valores; excluyendo así a las emisiones que se originan de forma desmaterializada, es decir en aquellas emisiones en las que nunca hubo un título cartular y por lo tanto no habría título que sustituir.

Respecto de esto último, la Ley de Mercado de Valores en algunas de sus disposiciones da cuenta de valores que se originan sin el soporte cartular tradicional. Así, el artículo 148 que trata sobre la naturaleza de los valores emitidos en un proceso de titularización, en su inciso tercero establece que “[l]os valores que se emitan como consecuencia del proceso de titularización podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta.” Otro ejemplo lo encontramos en el artículo 160 que trata sobre el alcance y las características de las obligaciones, en su inciso segundo establece que “[l]as obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.”

Volviendo a la definición, ésta además podría resultar inexacta toda vez que refiere a “valores físicos”, lo cual presumimos se hizo con la intención de que en la definición quede evidenciada la diferencia con relación a los denominados “valores inmateriales”, que es como alguna doctrina se refiere a los valores anotados en cuenta.

Consideramos que habría sido más apropiado que la definición se refiera a la desmaterialización como una forma de representación de valores de forma diferente a la cartular tradicional, en este caso una forma de representación de valores a través de anotaciones electrónicas custodiadas y administradas en un depósito centralizado de compensación y liquidación. Hubiese sido más preciso y habría coherencia entre la definición y ciertas normas - como las que mencionamos unas líneas atrás - que se refieren a valores “representados” mediante anotaciones en cuenta.

Finalmente, debemos reconocer que la segunda parte de la definición de la desmaterialización de valores resulta de gran importancia ya que contiene un enunciado que afirma que las anotaciones electrónicas en cuenta tienen todos los derechos y obligaciones de los valores como si se tratara de valores con soporte documental de papel. Lo que disipa cualquier duda que pudiese haber surgido sobre esto.

III.3.- Objeciones al término “Desmaterializar”.-

Sin perjuicio de la definición mencionada en el numeral precedente, la Vigésimo Segunda Edición del Diccionario de la Real Academia

Española (DRAE) no incluye en su lista al vocablo “desmaterializar”. A fin de determinar su significado podríamos dividirlo y revisar las partes que lo conforman, es decir, la palabra “materializar”, que significa convertir en material algo abstracto para poder percibirlo por los sentidos; y, el prefijo “des” que la precede y que indica negación o más específicamente inversión del significado del vocablo simple.

Así, en general, el término “desmaterializar” haría alusión a una acción o proceso que terminaría invirtiendo algo material y perceptible, en algo abstracto. Esto parece imposible de ser ejecutado. Una idea se materializa en la creación de algo físico, sin embargo, la destrucción de esta creación física no la convierte nuevamente en una idea. La masa se conserva. La materia no se destruye sino que se transforma en energía, es decir, se transforma en algo claramente perceptible a través de los sentidos.

Ahora ¿qué sucede cuando llevamos el término desmaterializar al campo del mercado de valores? ¿Qué cosa material va a convertirse en inmaterial luego de un proceso? Unas líneas antes decíamos que la desmaterialización consistía en una forma de representación de los valores que se implementaba a través de anotaciones electrónicas en cuenta custodiadas y administradas dentro de un depósito centralizado de compensación y liquidación. Si consideramos que esta gestión se realiza en registros electrónicos, que no son más que un conjunto de bites e impulsos eléctricos, luego estamos ante algo también perceptible a través de los sentidos. ¿Cómo podría alguien afirmar que se ha producido realmente una desmaterialización?

De la definición de desmaterialización antes mencionada así como de las normas que también referimos y que tienen relación con la emisión de valores anotados en cuenta, podemos deducir el ámbito de su aplicación en nuestro mercado de valores. Así, podemos decir que el término desmaterialización puede referirse a las emisiones en las que originalmente existieron valores representados en soporte cartular, que luego se depositaron e inmovilizaron en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores; y, también se refiere a las emisiones de valores que se originaron o nacieron directamente representadas con anotaciones en cuenta, es decir, sin que haya existido título

cartular. Sin embargo, la doctrina también tiene otras interpretaciones de la desmaterialización.

Así, hay autores que sostienen que existe por una parte la desmaterialización y además existe la “inmaterialización”.⁵ La primera sería para el caso de que existan títulos cartulares inmovilizados y la inmaterialización se referirá a las emisiones en que nunca hubo emisión de título cartular sino que los valores desde su origen se representaron de forma “inmaterial”.

Otros autores sostienen que la desmaterialización de valores sólo aplica para el caso en que la emisión se originó sin título cartular y no para el caso en que existe un título cartular que se inmoviliza en un depósito y contra este depósito se realiza una anotación en cuenta. Estos autores sostienen que en el segundo caso no hay desmaterialización de valores porque el título cartular todavía existe depositado y expresan que a lo mucho se puede hablar de una desmaterialización de la circulación más no del valor.⁶

trabajo, respetando las fundamentadas objeciones que más de alguno también pudiese encontrar.

IV.- La Anotación en Cuenta.-

En el capítulo anterior expresamos que la Anotación en Cuenta - sustentada en la Ley de Mercado de Valores - nos permite llegar a la Desmaterialización y específicamente involucra dos aspectos.

⁵ RINCÓN CÁRDENAS, ERICK, Manual de derecho de comercio electrónico de Internet. Pág. 202.

⁶ CORTÉS GARCÍA, EDUARDO, La Desmaterialización de los Títulos-Valores. Pág. 72 Regresando a nuestra legislación y con el afán de encontrarle un sentido práctico al vocablo “desmaterializar”, así como a cualquiera de sus derivaciones, debemos manifestar que si bien su connotación no es exacta será adecuado emplearlo por la idea y el concepto - éstos si abstractos e inmateriales - que transmite dentro del contexto que nos ocupa, el mercado de valores; lo que explica, además, su regular mención en la teoría y práctica bursátil. Advierto que así será empleada cuando sea necesario en este trabajo, respetando las fundamentadas objeciones que más de alguno también pudiese encontrar.

Lo expresado tiene su base en la definición de “Anotación en Cuenta” contenida en el Glosario de Términos de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, que como ya manifestamos en el numeral 2.2 del capítulo precedente, es de obligatoria aplicación.

“Anotación en cuenta: 1) Nota contable efectuada en un registro electrónico, la cual es constitutiva de la existencia de valores desmaterializados, así como de los derechos y obligaciones de sus emisores y de sus legítimos propietarios. 2) Servicio prestado por un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.” (La numeración fue incluida por el autor)

Los dos aspectos que derivan de la norma antes trascrita marcan el ámbito y el alcance de la Anotación en Cuenta en nuestra normativa bursátil y constituyen elementos del Sistema de Anotación en Cuenta que aquí tratamos.

- 1) Por una parte se refiere a la nota contable en registro electrónico, que constituye una forma particular -reconocida por la ley- de representar derechos negociables en el mercado de valores opuesto a la concepción tradicional del derecho incorporado en el papel.
- 2) Por otro lado se refiere al Sistema de Anotación en Cuenta que se administra exclusivamente desde las entidades autorizadas para funcionar y brindar los servicios de depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.

A continuación revisaremos los antecedentes y mecanismos de implementación del Sistema de Anotación en Cuenta.

IV.1.- Antecedentes.-

“Las ventajas del papel desembocaron en los inconvenientes del papeleo”.⁷ Esta frase del tratadista Mario Olivencia Ruiz, citada por más

⁷ Citado en CORTÉS GARCÍA, EDUARDO, La Desmaterialización de los Títulos-Valores Pág. 37 De esta forma se llega a la concepción de fórmulas o mecanismos que harán

de un autor, nos parece ser la más representativa y la que mejor define lo que sucedió con la incorporación documental de los derechos.

Efectivamente la otrora solución, desarrollada en la Edad Media, para facilitar la circulación de los valores, se convirtió en un problema de enormes proporciones con la masificación de las operaciones bursátiles ante la aceptación mundial del denominado título-valor. Así, hay autores que dicen que los valores cartulares fueron “víctimas de su propio éxito”.⁸

Todos los inconvenientes de la manipulación de los papeles, pérdida de agilidad de los mercados y el incremento de la inseguridad del mismo, hacen que los diferentes ordenamientos jurídicos de los mercados afectados procuren la búsqueda de soluciones adecuadas.

Más adelante veremos cómo estos mecanismos se aplican de cierta forma en el mercado de valores ecuatoriano, sin embargo hay que aclarar que el origen de su inclusión en la legislación ecuatoriana no surge como solución de un problema, fue más bien el resultado de replicar en nuestro medio normativas vigentes en otros mercados.

Y es que con respecto a Ecuador no podemos decir que el sistema de anotación en cuenta lo adoptamos ante problemas provenientes de una crecida imprevista de operaciones. La denominada “crisis del papel” o la “crisis de los títulos-valores”⁹ que por ejemplo afectó a Alemania o España en algún momento, no fue el problema en el caso ecuatoriano. Quizás existían inconvenientes operativos para algunos partícipes del mercado de valores ante el crecimiento de sus inversiones, especialmente del sector público como el IESS, o de alguna empresa inscrita en bolsa con el incremento de sus accionistas y la transaccionalidad de su acción, pero realmente no era un problema sistémico.

frente a los problemas ante la materialidad de los títulos que se negocian en los diferentes mecanismos transaccionales.

⁸ Ibidem

⁹ RODRÍGUEZ MARTÍNEZ ISABEL, Instrumentación y Gestión de los Valores Anotados en Cuenta. Pág 44 vez que se adoptó en Ecuador, ese hecho sí inició un proceso que hizo posible tener un sistema de anotación en cuenta local que cada vez se consolida más y es ampliamente aceptado en nuestro mercado de valores.

Cuando en Ecuador se expide la Ley de Mercado de Valores del año 1993 y luego Ley de Mercado de Valores del año 1998, actualmente en vigencia, los mecanismos de solución ya están implementados en otros mercados del mundo y desde la perspectiva del Ecuador estos mecanismos constituyen mas bien una tendencia que el legislador ecuatoriano incluyó a fin de estar a la par de legislaciones de otros países de la región que ya las estaban adoptando.

En definitiva, la adopción del Sistema de Anotación en Cuenta podrá no haber sido el resultado de un proceso como lo fue en otros países; sin embargo, una

IV.2.- Mecanismos ante la masificación.-

En general, la doctrina reconoce dos mecanismos para solucionar los problemas ante la masificación de la emisión y circulación de valores cartulares negociables. Estos mecanismos denominados Correctores y Sustitutivos influyeron en las normas previstas por nuestra legislación para la gestión y administración de una emisión de valores a través anotaciones en cuenta inscritas en un registro implementado por un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, es decir, son el antecedente del sistema de anotación en cuenta.

IV.2.1.- Correctores.-

Tienen como principal característica la “inmovilización”¹⁰ de los valores cartulares. Es decir, los títulos emitidos se depositan en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, salen de circulación, pero se conservan, no se eliminan. Contra los títulos inmovilizados se crean los notas contables electrónicas, es decir, anotaciones en cuenta.

Con esto se obtiene la eliminación de la entrada y salida de documentos que suponía su manipulación. La negociación, transferencia y

¹⁰ Vocablo y derivaciones que ya hemos utilizado anteriormente en este trabajo. Su definición consta en el Glosario de Términos contenido en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores. “Título inmovilizado: Título físico que se encuentra en custodia de un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.”

circulación de estos valores representados en títulos cartulares se hace con referencia y menciones

Título físico que se encuentra en custodia de un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores."

a su existencia soportada en las anotaciones en cuenta creadas en el registro del depósito de compensación y liquidación de valores que corresponda.

Nuestra normativa bursátil incluye elementos de los denominados mecanismos correctores. En el artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores se establece en sus primeras líneas que los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores son las compañías anónimas autorizadas *"para recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, encargarse de su custodia y conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencia de los mismos y, operar como cámara de compensación de valores."*

La "custodia" a la que hace referencia la norma abarca la física y la desmaterializada. De hecho, las resoluciones aprobatorias del funcionamiento de los depósitos centralizados existentes hacen referencia general al servicio de custodia, sin hacer distinciones. La "conservación" mencionada en la norma hace referencia a la inmovilización que caracteriza a los mecanismos correctores.

En la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, en el Título II (Participantes del Mercado de Valores), Subtítulo IV (Participantes que prestan servicios en el Mercado de Valores), Capítulo II (Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores) Sección III (Disposiciones Generales) se hace referencia a la inmovilización de títulos en el tercer inciso del artículo 6 (que trata sobre las aperturas de cuenta en los depósitos centralizados; y, en el primer inciso del artículo 14 (que trata sobre la propiedad de los valores) .

Artículo 6, tercer inciso: *"Los valores objeto del depósito quedarán inmovilizados y no formarán parte del activo de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de*

valores, y deberán mantenerse en una cuenta separada del activo de los otros depositantes.” (El resaltado fue incluido por el autor)

*Artículo 14, inciso primero: “Será propietario del valor quien conste como tal en los registros del depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Por el hecho del depósito, ni el depositante, ni el depositario asumen la propiedad de los valores **entregados e inmovilizados** en los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y respecto del cual solo podrá realizar las operaciones autorizadas por el depositante.” (El resaltado fue incluido por el autor)*

Viene a ser lo que el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. en su menú de servicios denomina “desmaterialización en secundario” y fueron los servicios que, por ejemplo, contrató Corporación La Favorita cuando desmaterializó las acciones de sus más de siete mil accionistas en el año 2006, sustituyendo las acciones representadas en títulos de acción por acciones representadas en anotaciones en cuenta.

IV.2.1.- Sustitutivos.-

Tienen como principal característica el reemplazo de los valores cartulares por un registro contable electrónico. Sin perjuicio de que el título cartular se haya emitido o no, sólo va a quedar como constancia una anotación en cuenta en el registro electrónico que administran los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores. La supresión total del título es lo que impera en esta versión. La transferencia se da empleando certificados o cualquier otra fórmula que dé cuenta de la titularidad de los valores que se negocian.

En este caso estamos ante lo que el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. en su menú de servicios denomina “desmaterialización en primario” y es el servicio que contrató el Ministerio de Finanzas a finales del año 2008 para la emisión de bonos por un mil quinientos millones de dólares de los Estados Unidos de América que fueron adquiridos por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. Sin embargo, cabe aclarar que este mecanismo sólo se

aplica en lo relativo a emisiones que se originaron de forma desmaterializada como la del Ministerio de Finanzas y no para el caso de emisiones que se originaron con valores cartulares, ya que en éstas se aplica la inmovilización. En definitiva, no hay destrucción de títulos físicos que se ingresen para custodia en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, aunque se origine una anotación en cuenta para representarlo.

Ya en el capítulo anterior, en el numeral 2.2, nos referimos a normas de la Ley de Mercado de Valores que permiten las emisiones con origen desmaterializado; así el artículo 148 que trata sobre la naturaleza de los valores emitidos en un proceso de titularización, en su inciso tercero establece que “[l]os valores que se emitan como consecuencia del proceso de titularización podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta.” Otro ejemplo lo encontrábamos en el artículo 160 que trata sobre el alcance y las características de las obligaciones, en su inciso segundo establece que “[l]as obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.” Pero además en el literal e) del artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores se establece que “El sistema de anotación en cuenta con cargo al título unificado implica el registro o inscripción computarizada de los valores, **sin que sea necesario la emisión física de los mismos**, particular que será comunicado inmediatamente al emisor, de ser el caso” (El resaltado fue incluido por el autor)

Finalmente, debemos mencionar que de acuerdo a un informe de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIAB) expedido en octubre del año 2009, “[l]os valores negociados en bolsa están desmaterializados en todos los países considerados, con la excepción de México, Costa Rica y Uruguay quienes utilizan un esquema mixto, en tanto completan el proceso de desmaterialización”. (El texto original consta resaltado)

Los otros países considerados en el estudio son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Panamá, Perú y Venezuela. Ecuador no aparece incluido en el informe porque fue el solicitante del mismo pero de lo revisado podemos concluir que también se maneja un esquema mixto de desmaterialización.

IV.3.- Base Legal en la legislación bursátil ecuatoriana.-

Una mención expresa al Sistema de Anotación en Cuenta la encontramos en el literal e), del artículo 62, de la Ley de Mercado de Valores que detalla las funciones que podrán realizar los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y que transcribimos a continuación.

*“Podrá unificar los títulos del mismo género y emisión que reciba de sus depositantes, en un título que represente la totalidad de esos valores depositados. El fraccionamiento y las transferencias futuras se registrarán mediante **el sistema de anotación de cuenta.**”*

El sistema de anotación en cuenta con cargo al título unificado implica el registro o inscripción computarizada de los valores, sin que sea necesario la emisión física de los mismos, particular que será comunicado inmediatamente al emisor, de ser el caso”

(El resaltado fue incluido por el autor)

En la Ley de Mercado de Valores del año 1993 ya también se hace una referencia, en el numeral 6 del artículo 16, en relación al servicio de depósito centralizado de valores y dentro de las funciones estaba prevista la facultad que mencionamos.

*“e) Inscribir en las cuentas de los respectivos titulares **los valores que no se representen en títulos o certificados.**”*

(El resaltado fue incluido por el autor)

Sin embargo, es en la normativa expedida por el Consejo Nacional de Valores de esa época en la que se incluye enunciados importantes que debemos revisar y constituyen antecedentes legales de lo que actualmente está vigente.

Concretamente, nos referimos a la Resolución No. CNV-97-001, publicada en el Registro Oficial 46 del 17 de abril del año 1997, mediante la cual se expide el “Reglamento General para el Funcionamiento del

Servicio de Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores”.

Debemos mencionar que el texto de los dos primeros incisos del artículo 16 de dicho reglamento, actualmente están contenidos en el literal e) del artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores. Es decir, ya se hacía referencia a un sistema de anotación en cuenta en el reglamento referido y posteriormente se los transcribe en una norma de mayor jerarquía como lo es la Ley de Mercado de Valores.

Ahora, parte también fundamental de este sistema son los valores anotados en cuenta como notas contables electrónicas. Con respecto a esto debemos manifestar que también en la normativa expedida al tenor de la Ley de Mercado de Valores del año 1993 ya se hacía referencia a los mismos.

Primeramente, el artículo 11 del “Reglamento General para el Funcionamiento del Servicio de Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores” antes referido, llevaba como título “Del depósito y custodia de títulos o valores”, en clara alusión a la existencia de otras formas de representar valores.

Además, ya en el segundo inciso de dicho artículo 11 se confirmaría lo expresado: habían valores que se representaban y registraban de forma distinta a los títulos cartulares tradicionales.

Artículo 11, inciso segundo

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

En la Ley de Mercado de Valores, el sustento legal de los valores anotados en cuenta lo podemos encontrar en la mención al “registro o inscripción computarizados de valores” en el literal e) del artículo 62 de la Ley de Mercado de Valores, que tiene relación con la definición; y, en forma más precisa en el Glosario de Términos contenido en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, cuando se hace referencia a las “Anotaciones Electrónicas en Cuenta” y la

“nota contable efectuada en un registro electrónico”, dentro de las definiciones de Desmaterialización y Anotación en Cuenta, respectivamente, y a las que ya hemos hecho mención anteriormente.

IV.4.- Naturaleza Jurídica.-

El artículo 11 del “Reglamento General para el Funcionamiento del Servicio de Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores”, recién revisado, establecía que el depósito y la custodia de valores desmaterializados se cumplirían “*mediante la creación y conservación de su registro en cuenta*”. En el inciso siguiente, el tercero, se disponía lo siguiente:

“Los registros preindicados podrán llevarse mediante sistemas manuales o electrónicos.” (El resaltado fue incluido por el autor)

Es decir, bajo la normativa que estaba vigente con anterioridad a la Ley de Mercado de Valores expedida en el año 1998 y luego codificada en el año 2006 era perfectamente posible, o por menos reglamentariamente permitido, que el Sistema de Anotación en Cuenta sea llevado por los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores **de forma manual o electrónica**.

Debemos manifestar que actualmente esa alternativa está presente en nuestra normativa bursátil, toda vez que la disposición antes transcrita consta - sin alteraciones - en el artículo 9, Sección III (Disposiciones generales), Capítulo II (Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores), Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores. Claramente sobrevivió el proceso de reforma y codificación.

Lo trascendente de lo establecido en la norma histórica, repetida en la normativa actual, es que podemos concluir que desde la época de la Ley de Mercado de Valores del año 1993 hasta el día de hoy, en el Ecuador el Sistema de Anotación en Cuenta no está exclusivamente contenido en el ámbito del derecho informático y la tecnología. El contenido de la norma permite el registro de los valores desmaterializados de forma

manual, es decir, la llevanza de las anotaciones en cuenta bien podría administrarse y controlarse por un depósito centralizado mediante información escrita en un cuaderno o en una pizarra. En definitiva, es un tema registral no informático.

Obviamente, es justo admitir que todo el desarrollo que ha tenido la anotación en cuenta en los últimos años ha sido posible porque ha ido de la mano de los avances tecnológicos; y, estoy consciente de que administrar un registro de anotaciones en cuenta sin las herramientas informáticas con las que el mercado cuenta ahora no sólo que sería ineficiente sino que además sería totalmente inviable. Sin embargo, el sustento del Sistema de Anotación en Cuenta no está sólo en su faceta electrónica sino principalmente en su naturaleza jurídica registral.

Es por esto que la Ley de Mercado de Valores, en su artículo 66, ha establecido que “[l]os Los depósitos centralizados deberán llevar registros contables de los depósitos *que se regirán por los principios de prioridad de inscripción y de tracto sucesivo*”, a los que nos referiremos en el siguiente numeral.

IV.5.- Principios rectores del sistema.-

Como todo sistema, el de anotación en cuenta constituye “un conjunto de reglas y principios estructurados y enlazados entre sí”.¹¹ Y como se trata de un sistema de naturaleza jurídica registral, los principios que lo rigen están inspirados en dos principios registrales característicos, que como ya dijimos en el numeral anterior han sido definidos en nuestra Ley de Mercado de Valores en su artículo 66.

IV.5.1.- Principio de Prioridad.-

Lo encontramos enunciado en el inciso tercero del ya referido artículo 66 de la Ley de Mercado de Valores.

“En virtud del principio de prioridad, una vez producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que obedezca a un hecho producido

¹¹ Definición de “sistema” en el DRAE antes citado.

EL SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA EN LA LEY DE MERCADO DE VALORES

con anterioridad en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior. Así mismo, el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo el Depósito Centralizado practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación.”

Este principio consiste en “dar preferencia cronológica a la petición según el momento de su recepción”¹² y es una regla a seguir por parte de las entidades administradoras del sistema.

Por una parte, en caso de inscripción de actos opuestos o incompatibles entre sí se deberá realizar la inscripción en función de la recepción sin perjuicio de la fecha de realización de los actos. Así, para el caso de dos transacciones de compraventa sobre los mismos valores se deberá dar preferencia a la transacción que primero ingresó para la inscripción. Lo que produce el cierre del registro para el que llega después.

La segunda parte del inciso también se refiere al orden de ingreso al registro sin embargo tiene relación con dos actos no excluyentes entre sí. En estos casos también se dará preferencia al primer ingreso pero no cierra el registro para los otros actos, sólo se inscriben atendiendo el orden de llegada. Como cuando por una parte se prenda valores y luego por orden judicial se prohíben de enajenar los mismos.

IV.5.2.- Principio de Tracto Sucesivo.-

Lo encontramos enunciado en el inciso cuarto del artículo 66 de la Ley de Mercado de Valores.

“En virtud del principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del cedente. Igualmente, la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales sobre valores inscritos requerirá de su previa inscripción a favor del disponente.”

¹² CORTÉS GARCÍA, EDUARDO, La Desmaterialización de los Títulos-Valores, pág. 213

Este principio tiene que ver con “el encadenamiento de las inscripciones de las sucesivas titularidades sobre un mismo valor anotado”.¹³ Es decir, que para efectos de poder inscribir una transferencia primeramente debe existir un registro de valores a su nombre. Para el caso de inscripción de derechos reales sucederá lo mismo. Así, no se podría inscribir una prenda sobre cierto número de valores si primeramente esos valores no están inscritos a nombre de quien la otorga.

Finalmente, sobre un grupo de valores pueden haberse ejecutado una serie de actos; sin embargo, desde el punto de vista de la gestión del registro de anotación en cuenta éste deberá sujetarse a la cronología de la fecha de ingreso tomando en cuenta la causa de cada titular.

V.- Conclusiones.-

- 1) El Sistema de Anotación en Cuenta está ubicado dentro del campo de acción previsto por la Ley de Mercado de Valores para las entidades autorizadas para brindar el servicio de depósito centralizado de compensación y liquidación de valores y tiene aplicación trascendental en la operativa de las negociaciones de valores a través de las cuales se cumple con la finalidad del mercado de valores, esto es, la canalización de recursos de los ahorristas hacia el sector productivo mediante la compraventa de valores.
- 2) El Sistema de Anotación en Cuenta supone la custodia, registro e inscripción de transferencias sobre valores representados por anotaciones en cuenta, la cual es la vía mediante la cual se implementa la llamada desmaterialización de valores. Si bien anotación en cuenta y desmaterialización no son sinónimos, constituyen parte de una tendencia, la representación de valores negociables en el mercado de valores a través de soportes diferentes al papel tradicional.
- 3) Nuestra ley de Mercado de Valores y la normativa reglamentaria relacionada contienen el sustento legal del Sistema de Anotación en

¹³ CORTÉS GARCÍA, EDUARDO, La Desmaterialización de los Títulos-Valores, pág. 214

EL SISTEMA DE ANOTACIÓN EN CUENTA EN LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Cuenta, ya que no sólo que hace referencia expresa al mismo sino que además define sus partes integrantes y sus principios.

- 4) Existen casos ecuatorianos representativos que han utilizado el Sistema de Anotación en Cuenta en sus emisiones y ratifican lo viable de su implementación total en el campo práctico del Mercado de Valores Ecuatorian