

UNIVERSIDAD CATÓLICA SANTA MARÍA LA ANTIGUA
VICERRECTORÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO

Tesis de Maestría en Derecho Mercantil

LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES

Presentada Por:

GIPSY OSIRIS TAPIA DE LEÓN

Director de Tesis:

Lic. José Ramón García de Paredes

PANAMÁ
2006



Este obra está bajo una licencia de Creative Commons
Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional

doi del documento
<https://doi.org/10.37387/speiro.tm.570>

AGRADECIMIENTO

Al Lic. José Ramón García de Paredes, catedrático y asesor, por compartir conmigo sus consejos, orientación y dedicar su tiempo a dirigir este trabajo de graduación.

DEDICATORIA

A mis profesores, colegas,
familiares y amigos por su apoyo
incondicional.

INTRODUCCIÓN

La desmaterialización de títulos valores es un fenómeno internacional, que el derecho comparado ha tenido que incorporar dentro de su normativa, para lo cual ha debido llenar los vacíos legales y crear los fundamentos jurídicos pertinentes que hagan esta nueva tendencia producto de la práctica bursátil, consistente con el ordenamiento jurídico vigente.

El mismo consiste en la desaparición del documento, como soporte legal para la constitución y circulación de derechos, reemplazándolo por meras anotaciones en registros electrónicos e informáticos, eliminándose con ello el concepto de bienes muebles (título valor), por el de derechos intangibles.

Con la "crisis del papel" la praxis se aparta de la teoría tradicional del título valor, desapareciendo con ello sus características existenciales de incorporación, literalidad, autonomía, legitimación, formalidad, promesa unilateral y autonomía de la voluntad, he introduciendo aspectos técnicos como el uso de la tecnología, lo que causa un impacto en el campo jurídico.

Los autores que defienden este sistema utilizado como instrumento de negociación bursátil, advierten que el mismo produce ventajas para los participantes (emisores, intermediarios e inversionistas), que aumentan la eficiencia de las operaciones, haciéndolas dinámicas, seguras, confiables y con bajo costo. Sin embargo, quienes se oponen señalan que la manipulación de los títulos no puede dejarse supeditado únicamente a un sistema electrónico y advierten su pronto fracaso.

La doctrina señala que varios han sido los acontecimientos que propiciaron la acogida exitosa de este sistema, entre ellos, está la globalización e integración de los mercados, la influencia en los sistemas de origen romano-germánico de los modelos anglosajones, la presión de los organismos internacionales por unificar los sistemas y la masificación de las operaciones bursátiles con títulos valores, lo que introdujo la utilización de los sistemas informáticos y electrónicos como instrumentos para el tráfico económico.

Panamá también se ha hecho eco de esta corriente, lo que se evidencia con la promulgación el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 "Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá", el cual deroga el Decreto 247 de 16 de julio de 1970, "Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores, se reglamenta la venta de acciones en la República de Panamá y se adopta medidas para proteger a los accionistas minoritarios"; cuyas disposiciones a juicio de los conocedores eran muy técnicas y habían perdido vigencia por lo cambiante del tema bursátil.

Conociendo de antemano que la promulgación del Decreto Ley 1 de 1999, estuvo orientado con la finalidad de fomentar el desarrollo del mercado bursátil en Panamá y brindar una mayor confianza a los inversionistas extranjeros, al incorporar los mismos estándares y regulaciones de los mercados internacionales, nos abocaremos a desarrollar este tema desde el punto de vista jurídico, con apego al derecho interno y apoyándonos en la posición doctrinal.

Nuestra disposición legal sobre mercado de valores aún no ha sido reglamentada y la misma no define el concepto de desmaterialización, sino, que solamente dispone que es una forma como se podrán emitir los valores y pasa a regularlo en el Capítulo II, del Título XI.

Con el presente trabajo de graduación titulado "*La Desmaterialización de Títulos Valores*", se aspira a optar por el título de Magíster en Derecho Comercial y las principales motivaciones para seleccionarlo como trabajo de graduación, fueron lo novedoso del tema, la acogida progresiva que ha tenido en el derecho comparado, su reciente incorporación en nuestra derecho y la falta de elaboración doctrinal nacional al respecto.

Para lograr una comprensión cabal del tema, expondremos esquematizadamente en qué consisten los títulos valores, su evolución en el tráfico comercial y los factores que ocasionaron su posterior desaparición como instrumento cambiario. Para ello, el Capítulo I

expondrá los aspectos relevantes de los títulos valores, tales como su concepto, funciones, elementos existenciales, el surgimiento del mercado de valores, los principales títulos valores y las ventajas de su constitución. Esto nos permitirá comprender en qué consiste la teoría tradicional de los títulos valores y cómo la misma se distingue de las características que conforman esta nueva corriente.

En el Capítulo II y III, incursionaremos en el tema de la desmaterialización de los títulos valores, a fin de conocer en qué consiste el sistema, las circunstancias que le dieron origen y los principales efectos técnico-jurídicos de su implementación. Para ello, expondremos su concepto, principales características, forma de representación, problemática técnico-jurídica, las modalidades como opera y su utilización como instrumento de negociación, apoyándonos en la doctrina internacional y el derecho comparado.

Y por ultimo, en un Capítulo IV expondremos el aspecto legal al amparo del derecho interno. Cabe destacar que Panamá ha dado pasos significativos tendientes a armonizar nuestro mercado de valores con los estándares internacionales, al incorporar en nuestro derecho figuras modernas (desmaterialización, régimen de tenencia indirecta, sistema de custodia, compensación y liquidación de valores, etc.) que lo hacen consistente con las nuevas corrientes de la actividad económico. Situación que se evidencia, entre otras cosas, con la proliferación de la actividad de bolsa, la puesta en operación de la primera central de valores, la creación de un ente regulador del sector y la adopción de normas destinadas a combatir el delito de blanqueo de capitales.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN

Página
i-vii

CAPÍTULO I DE LOS TÍTULOS VALORES

I. ASPECTOS RELEVANTES

- A. Concepto.....
- B. Funciones de los Títulos Valores.....
- C. Elementos Existenciales de los Títulos Valores
.....
 - 1. Incorporación
 - 2. Literalidad
 - 3. Autonomía
 - 4. Legitimación
 - 5. Circulación
 - 6. Formalidad
 - 7. Promesa unilateral.....
- D. El Mercado de Valores
- E. Principales Títulos Valores
- 1. Mercado Accionario o de Renta Variable.....
- 2. El Mercado de Deuda o de Renta Fija
.....
- 3. El Mercado de Pagaré Bursátil.....
- 4. El Mercado de Papel Comercial
Extrabursátil.....
- 5. El Mercado de Aceptaciones Bancarias
.....
- 6. El Mercado de Certificados de Participación
Fiduciaria

- 7. El Mercado de Futuros
- 8. El Mercado de Opciones
- 9. El Mercado de Dinero Especializado en Obligaciones de muy Corto Plazo
- 10. El Mercado de Reporto
- F. Ventajas y Desventajas de su Constitución

II. CRISIS DE LOS TÍTULOS VALORES

- A. Tendencia Actual a la Desmaterialización

CAPÍTULO II LA DESMATERIALIZACIÓN

I. ASPECTOS GENERALES

- A. Concepto
- B. Acontecimientos que Propiciaron su Implementación
- C. Ventajas y Desventajas del Sistema
- D. Características de la Desmaterialización
- 1. Desaparición física del documento
- 2. La emisión del título se reemplaza por registros contables
- 3. No se requiere la entrega del documento para adquirir derechos reales
- 4. Es un bien intangible

III. REPRESENTACIÓN DE LOS VALORES DESMATERIALIZADOS

- A. Constitución de Valores y Derechos Patrimoniales mediante el Sistema de Anotaciones en Cuenta.....
- 1. Principios registrales aplicables
- B. Transferencia de Valores Escriturales

IV. PROBLEMÁTICA TÉCNICO-JURÍDICA

- A. Aspectos Técnicos y su Impacto Jurídico
- 1. Exposición incrementada al fraude Informático
- 2. La contratación entre ausentes....
- 3. El documento electrónico
- 4. La firma digital en sustitución de la firma autógrafa
- 5. La armonización como estrategia para la internacionalización de los mercados
- B. Aspectos Legales
- 1. Es un fenómeno "Sui Generis"
- 2. Fuerza probatoria de las declaraciones de los operadores..
- 3. Hay una disfunción en cuanto al fenómeno tecnológico y su marco legal
- 4. Pérdida y reposición de títulos.. 1
- 5. Contratos-tipo y las cláusulas exonerativas de responsabilidad.. 1
- 6. Centros regionales de recepción de valores como estrategia de la gestión centralizada

7. Naturaleza del contrato que vincula depositantes y depositarios	1
8. Se requiere una adecuada intervención y supervisión del servicio	1

CAPÍTULO III

LA INTERMEDIACIÓN EN LA DESMATERIALIZACIÓN DE VALORES

I. LA CENTRALIZACIÓN DE LOS VALORES	1
A. El Depósito de los Valores como un Factor Indispensable para la Intermediación	1
B. Partes que Intervienen en la Cadena de Intermediación	1
1. El emisor	1
2. El intermediario	1
3. El participante	1
4. El inversionista	1
II. MODALIDADES COMO OPERA LA DESMATERIALIZACIÓN DE VALORES DEPOSITADOS	
A. La Desmaterialización Parcial del Título	1
1. Características de esta figura....	1
a. Inamovilidad de los títulos...	1
b. Consignación como un depósito especial	1
c. Fungibilidad de los documentos depositados	1
d. Carácter fiduciario del depósito	

.....	1
2. Mediante la Emisión del Título Global	1
B. La Desmaterialización Total del Título .	1
1. Desmaterialización total obligatoria	1
2. Desmaterialización total facultativa	1
3. Desmaterialización de la circulación	1
4. Inscripción fiduciaria del título ante un ente central	1
5. Acción en sentido único	1
C. La Rematerialización de los Valores Anotados en Cuenta	1
1. En el caso de valores inmovilizados	1
2. En el caso de valores desmaterializados	1
III. LA NEGOCIABILIDAD DE LOS VALORES DEPOSITADOS	
A. La Intermediación en la Transferencia de Valores	1
1. Compensación y liquidación de operaciones bursátiles	1
a. Operatividad de este sistema	1
b. Tenencia indirecta de derechos bursátiles	1

CAPÍTULO IV
APLICACIÓN EN NUESTRO RÉGIMEN JURÍDICO

I. CONSTITUCIÓN DE VALORES ESCRITURALES

A. Sujetos que Intervienen en este Proceso	1
1. El emisor	1
a. Responsabilidades del emisor	1
b. Responsabilidades del representante del emisor	1
2. El inversionista	1
B. De las Anotaciones en Cuenta	1
C. Constitución de Valores y Derechos Patrimoniales	2
D. De la Titularidad y Ejercicio de los Derechos Sociales	2
E. Fungibilidad de los Valores	2

II. TRANSFERENCIA DE VALORES ESCRITURALES

A. Presupuestos para el Perfeccionamiento del Traspaso	2
B. El traspaso Libre de Acciones y Reclamos	2
C. La oposición al Traspaso	2
D. Del Traspaso Indebido	2
E. De las Declaraciones de Garantía	2

III. PRINCIPALES IMPLICACIONES JURÍDICAS DE LA DESMATERIALIZACIÓN

A. Con Relación a la Pérdida y Reposición de los Títulos	2
--	---

B. Con Relación al Ejercicio del Derecho de Prenda	2
C. Con Relación a la Práctica de Medidas Cautelares	2
CONCLUSIONES	2
RECOMENDACIONES	2
BIBLIOGRAFÍA	2

CAPÍTULO I
DE LOS TÍTULOS VALORES

I. ASPECTOS RELEVANTES

A. Concepto

Ha sido la doctrina quien se ha encargado de realizar esta tarea identificando tres definiciones a saber. Por su parte, en la doctrina inglesa "se destaca que el título valor (*negotiable instrument*) contiene >>una promesa de pago, exigible por cualquier poseedor de buena fe, al que no podrán oponerse excepciones personales derivadas del anterior poseedor>>." Por la otra, la doctrina italiana "destaca por su valor descriptivo la definición de ASQUINI, en cuya opinión, título valor (*titolo di credito*) es >> el documento de un derecho literal destinado a la circulación, capaz de atribuir de modo autónomo la titularidad del derecho al propietario del documento>>." Y en lo que respecta a la doctrina española GARRIGUES lo define diciendo que ">> título valor es un documento sobre un derecho privado, cuyo

ejercicio y cuya transmisión están condicionados a la posesión del documento>>.”¹

B. Función de los Títulos Valores

Haciendo un poco de historia, con la formación del burgo surge la profesión de comerciante que en sus inicios era ejercida en un área específica y cuyo tráfico era satisfecho con las monedas que se acuñaban dentro de sus fronteras. Posteriormente, con el surgimiento de las ferias como lugar destinado al intercambio extra fronterizo de mercaderes, surgieron las dificultades cambiarias a raíz de la diversidad de monedas, puesto que las monedas de algunas ciudades no tenían fácil curso en otras. Además, el peso y el volumen de la moneda acuñada hacían difícil, riesgoso y costoso su transportación, situación que se agravó al irse incrementando el intercambio. Es cuando se origina la figura del “comerciante cambista”, en un inicio el cambista realiza el cambio de las distintas monedas manualmente y posteriormente se origina el

¹ BROSETA PONT, Manuel, Manual de Derecho Mercantil, novena edición, Editorial Tecnos, S.A., Madrid, 1991, Pág. 588.

"cambio trayecticio" donde el cambista se comprometía a abonar en otra ciudad una suma equivalente a la suma que recibía en esa ciudad. La evolución prosigue con el surgimiento de la letra de cambio como documento privado y que contenía una promesa de pago hecha por el obligado en el documento. Los inconvenientes que significaron las formalidades propias de la cesión de crédito, hicieron insuficiente este instrumento como medio de cambio. No obstante, luego de realizados nuevos ajustes se culmina con el reconocimiento del endoso en las letras de cambio como el equivalente a un nuevo libramiento, por lo que con la firma al dorso del documento se permitía su circulación.

Con esta retrospectiva, podemos observar la necesidad que significaba para los comerciantes de la época contar con un tráfico mercantil ágil, dinámico, simplificado y seguro, circunstancias que dieron como consecuencia el desarrollo de lo que se conoce como la teoría de los títulos valores. Esto causó que los títulos valores surgieran como un mecanismo para facilitar las operaciones mercantiles, al permitirse

que los mismos representaran un derecho en ellos incorporados, que bien pueden ser de contenido crediticio, de participación accionaria, o representativos de un derecho de propiedad sobre mercaderías, donde en ambos casos el fin primordial es facilitar la circulación de los derechos y así evitar los inconvenientes que originan la transferencia física de las cosas. Los autores señalan que la ventaja "sustitutiva" de los títulos valores es la característica principal que da como resultado la "función económica de los títulos valores", al permitir que los mismos sean destinados a circular como sustitutivos de lo que representan, sin incurrir en las formalidades que implica la cesión de crédito. El autor Broseta Pont señala que la "importancia económica se comprende que en títulos valores (acciones y obligaciones) se materializan las grandes fortunas personales, se ejerce el control económico por los grupos financieros detentadores del poder económico nacional e internacional, y se hace posible el recurso al mercado de capitales indispensable para una adecuada

explotación de las actividades mercantiles e industriales en una economía moderna.”²

Otra ventaja que representa la “función sustitutiva” de los títulos valores, es que los mismos sirven a las empresas como un medio para obtener financiamiento externo, deuda que luego es reconocida a través de la documentación del crédito en un título valor sujeto a los beneficios que brindan este tipo de documentos. Tomando en consideración que la economía moderna es esencialmente crediticia, convirtiéndose en el principal instrumento de pago para los comerciantes y los consumidores, es que los títulos valores bien sean títulos del Estado, instrumentos financieros o instrumentos del sector privado, han sido ideados para servir como una fuente principal de recursos monetarios o de bienes.

De lo anteriormente expuesto, se pone de manifiesto la forma como devino la función económica de los títulos valores y como su evolución pragmática dio

² **BROSETA PONT**, Manuel, Op. Cit., Pág. 588.

como resultado el complejo mundo de lo que se conoce como mercado de valores.

C. Elementos Existenciales de los Títulos Valores

Son elementos existenciales aquellas características que debe reunir un documento tales como incorporación, literalidad, autonomía, legitimación, circulación, formalidad, así como contener una promesa unilateral, con el objeto de que el mismo adquiriera la condición de título valor y se produzca la finalidad cambiaria propia de estos tipos de documentos.

1. Incorporación

Para hacer una rápida y segura transmisión de los créditos eludiendo la sumisión a las reglas civiles de la cesión de crédito, se recurrió a la práctica de incorporar a un documento el derecho cuya circulación quería facilitarse. La característica circulatoria de los documentos negociables desde tiempos remotos ha procurado producir la transmisión eficiente de los derechos, objetivo que también se persigue alcanzar con

la instrumentación de la desmaterialización y que a diferencia de los tiempos actuales, se lograba con la emisión de un documento que incorporaba el derecho amparado en el título.

Para que la incorporación del derecho al documento sea eficaz es necesario que el título exprese literalmente el contenido de un derecho y la naturaleza de aquél, que la posesión del documento sea indispensable para ejercer el derecho y por último, que el adquirente del título obtenga el derecho que incorpora con independencia de las relaciones que ligaron a sus anteriores poseedores con el deudor del derecho al cual se refiere el título.

2. Literalidad

Señalan los autores que la literalidad se refiere al contenido del título valor y viene a significar que la naturaleza, el ámbito y el contenido del derecho incorporado, se delimitan exclusivamente por lo que se menciona en la escritura que consta en el documento. El autor Manuel Broseta pont manifiesta que "el

análisis de la literalidad presente en los títulos valores nos obliga a formular varias observaciones. En primer lugar, debe tenerse en cuenta que tal como se ha descrito, la literalidad no se presenta con igual intensidad en todos los títulos valores, pues mientras unos (denominados completos o abstractos) incorporan de modo perfecto un derecho que puede delimitarse por la escritura del documento (p. Ej.: letra de cambio), en otros títulos (denominados incompletos o causales) el derecho que incorporan debe completarse en su contenido o en su exigibilidad por circunstancias ajena al tenor escrito del documento, generalmente por el negocio del que el derecho nació (v. gr.: acción de sociedad anónima). La segunda observación se limita a afirmar que en los títulos que participan de la literalidad con toda su intensidad, los pactos, excepciones o circunstancias no recogidas en la escritura del título (>>extracartáceas>>) no pueden ser invocadas ni por el deudor (emisor) ni por el tercero acreedor (poseedor)."³

³ BROSETA PONT, Manuel, Op. Cit., Pág.593.

3. Autonomía

La autonomía implica que el derecho incorporado en el título puede ser ejercido por futuros adquirentes, con independencia de la relación jurídica que dio origen al documento y el deudor emisor del título no puede oponerles las excepciones personales que pudiese oponer al poseedor originario, con la finalidad de desconocer la obligación incorporada en el título. Es entonces, que la posición jurídica que adquiere cada futuro poseedor es "ex novo", como si lo fuera por primera vez y no a raíz de subrogarse los derechos del transmitente. Lo cual obedece al carácter autónomo del título delimitado por su literalidad y no por las relaciones personales que ligaban a los anteriores poseedores con el deudor. Más esta autonomía del derecho no opera entre las partes (deudor y acreedor original) quienes celebraron el acto jurídico previo o "relación fundamental", según Fernando Sánchez Calero, y que dio como resultado la expedición del título. Pero por virtud de la protección a la transmisibilidad de los títulos valores, la autonomía se inicia cuando

aquél transmite el título al posterior poseedor. "Puede decirse, pues, que el derecho no nace autónomo desde que se incorpora a un título valor, sino que se convierte en autónomo cuando éste inicia su circulación."⁴

4. Legitimación

La posesión del título valor implica la legitimación para el ejercicio del derecho incorporado en el documento. Señala la doctrina que la legitimación tiene un lado activo y uno positivo, donde el primero consiste en la facilidad de exonerar al poseedor del título de demostrar que es realmente el titular del derecho incorporado y el segundo, donde el deudor cumple lo comprometido a favor de la persona que presente el título para su cumplimiento. Por tanto, la posesión del título es un requisito indispensable para ejercer el derecho incorporado, aunque no sea por sí sola suficiente en los títulos a la orden y en los nominativos como expone Garrigues. Expone el autor que

⁴ BROSETA PONT, Manuel, Op. Cit., Pág. 594.

en los títulos al portador o de "legitimación pura", la legitimación por la sola posesión da derecho al poseedor a exigir el cumplimiento de la obligación con solo presentar el documento. Y en el caso, de los títulos nominativos la posesión es igualmente indispensable pero no suficiente, como es el caso de las acciones nominativas donde la Ley 32 de 1927, sobre Sociedades Anónimas, en su Artículo 29, dispone que "Las acciones nominativas serán transferibles en los libros de la compañía de acuerdo con lo que al efecto disponga el pacto social o los estatutos. Pero en ningún caso la transmisión obligará a la sociedad sino desde su inscripción en el Registro de Acciones."

5. Circulación

Tomando en consideración que la concepción jurídica que dio origen a los títulos valores, fue producto de una realidad económica que encontró en este fenómeno la forma de transferir los derechos de una manera expedita y segura con la sola entrega del documento, es que autores como Winizky sostienen que

"título circulatorio es el documento creado para circular, necesario para ejercer el derecho literal y autónomo expresado en el mismo." Y Vivante señala que un "aspecto básico para la caracterización jurídico-económico del documento: su función circulatoria." Es decir, "Los títulos circulatorios evitan las formalidades que caracterizan los esquemas del derecho común y confieren garantías razonables contra los riesgos inherentes a la circulación y llevan al máximo el encuentro de dos coordenadas básicas para facilitar la circulación: la celeridad y la seguridad a través de un mecanismo jurídico que se sustenta sobre los siguientes principios: la incorporación, la literalidad, la autonomía, la legitimación y la buena fe del tenedor como condición de legitimación."⁵

6. Formalidad

La formalidad se refiere a los requisitos que deben reunir los títulos valores para que surtan efectos jurídicos. Por tanto, cuando un documento no

⁵ **ASTUDILLA URSÚA**, Pedro, Los Títulos de Crédito, Parte General, Editorial Porrúa, México, Pág.36.

reúne las formalidades legales, el título de crédito queda invalidado como tal, pero no así el negocio que le dio origen. Es decir, como señala el autor Carlos Felipe Dávalos "la falta de forma en los títulos acarrea el drástico resultado de que no serán de crédito, sino simple prueba de una relación cuyo alcance obligacional será determinado por un juez..."⁶

En nuestro derecho, los Documentos Negociables se rigen por la Ley 52 de 13 de marzo de 1917 y en su Artículo 1 se establecen cuáles son los requisitos que un documento debe reunir para que sea negociable. La norma en comento exige lo siguiente: a) que el documento este firmado por el expedidor o el librador, b) que contenga una promesa o una orden incondicionales de pago de cierta suma de dinero, c) que sea pagadero al requerimiento, o en fecha futura determinada o susceptible de serlo, d) que sea pagadero a la orden o al portador, e) y cuando el documento esté dirigido a un librado, y dicho librado esté designado en el mismo

⁶ **DÁVALOS MEJÍA**, Carlos Felipe, **Títulos y Contratos de Crédito, Quiebra**, Título de Crédito, tomo I, segunda edición, Editorial Harla, México, 1992, Pág. 66.

por su nombre o de alguna otra manera que implique razonable certeza.

7. Promesa Unilateral

La promesa unilateral se refiere al compromiso adquirido por el deudor de cumplir con la obligación incorporada en el documento, cuando así se lo exija la persona legitimada por la posesión presentando el documento, sin que el deudor pueda oponer las excepciones que pudiese oponer al acreedor originario cuando el tercero poseedor es de buena fe.

D. El Mercado de Valores

A raíz, de las funciones económicas y financieras derivadas de la circulación de los títulos valores, esta figura ha alcanzado un desarrollo teórico-práctico lo que ha traído consigo la masificación de las operaciones bursátiles. Es por esto, que se considera que el mercado de valores, como cualquier otro mercado financiero, es consecuencia directa de este fenómeno.

El mercado de valores ha sido definido por algunos economistas como "el motor de la economía de un país", porque es a través de este mercado donde el ahorro se transforma en inversión, lo que genera su crecimiento económico. El mercado de valores ha devenido como un medio o vehículo de satisfacción de intereses para los actores que participan en él, dado que en el caso de los inversionistas el mismo funge como un canalizador del ahorro interno representando como un medio de percibir rendimientos sobre la inversión, para la empresa emisora se constituye como un medio para obtener fondos explotando así su crecimiento económico y para los intermediarios se constituye como medio para ofrecer un servicio remunerado.

Para el autor Carlos Dávalos la premisa fundamental del mercado de valores es que es un mercado en el cual, alguien compra algo porque le interesa y otro lo vende porque también le interesa. Y continúa exponiendo que en este mercado interactúan tres personajes cuyos intereses son más o menos constantes, ya que quien produce la cosa que se vende generalmente

no es quien la vende, ni quien la compra. El autor en su trilogía asimila al inversionista o ahorrador bursátil al "consumidor" y comenta que éste tiene dos motivaciones fundamentales a la hora de comprar. El primer "interés inmediato" es recibir intereses o utilidades y el segundo "interés mediato" es la expectativa de que lo que compró suba de precio y lo pueda vender, aún sin haber recibido interés ni utilidad, a un precio mayor al que pagó por él. Así mismo, el autor asimila la empresa o entidad emisora de los títulos valores al "fabricante" y señala que su interés es recibir de los "consumidores" el dinero que pagarán por el documento que emite, para lo cual ofrece utilidades si son acciones u ofrece intereses si emite obligaciones o bonos. Y por último, al intermediario bursátil lo asimila al "comerciante", cuyo interés es percibir una comisión por vender y/o comprar en nombre y cuenta de los "consumidores".

Esta interacción del mercado puede desarrollarse en dos instancias distintas, dependiendo del momento en que los instrumentos son introducidos en el mercado

bursátil. Es decir, los instrumentos serán negociados en el mercado primario, conocido también como "distribución primaria", cuando se verifica la primera colocación o venta original de cualquier emisión. Y la negociación se verifica en el mercado secundario, cuando los instrumentos bursátiles ya existentes en manos de oferentes y demandantes, continúan circulando y siendo objeto de tráfico mercantil, pero el vendedor del título ya no es el emisor, sino un inversionista o intermediario.

Por otra lado, dentro del mercado de valores encontramos definidos ciertos mercados como son: el mercado de acciones o renta variable, el mercado de deuda o renta fija, el mercado de dinero especializado en obligaciones de muy corto plazo y el mercado de futuros y opciones, los cuales serán objeto de una mayor exposición en el punto siguiente, por considerarse los más incurridos en el mercado de valores.

E. Principales Títulos Valores

Antes de esbozar el tema de los mercados definidos en el mercado de valores, es conveniente primero hacer referencia a los criterios de clasificación de los títulos valores, a fin de contar con una panorámica más amplia que nos permita adentrarnos en la exposición de los instrumentos bursátiles propiamente tales. Es así, que pasamos a mencionar algunos de los criterios de clasificación elaborados por la doctrina, en atención a distintos factores relevantes y que son los siguientes:

- A) En atención a la persona emisora del documento, los títulos valores se dividen en títulos públicos y privados.

- B) En atención al objeto del derecho incorporado los títulos valores se dividen en:
 - 1. Títulos jurídico-personales como las acciones societarias que no incorporan un

derecho de crédito, sino la cualidad de miembro de la sociedad,

2. Títulos jurídico-reales que son aquellos que atribuyen al titular un derecho real sobre alguna cosa como obligaciones hipotecarias, y los
3. Títulos jurídico-obligacionales, que son aquellos que incorporan créditos de diversos contenidos, aunque generalmente dirigidos al pago de sumas de dinero como letras de cambio y cheques.

C) En atención a la manera de emitirse hay títulos valores singulares o aislados, que ofrecen una individualidad propia como las letras de cambios y los cheques, así como los títulos en serie o en masa, cuya características son genéricas como las acciones y obligaciones.

D) En atención a su sustantividad, pueden ser títulos principales si incorporan un derecho que vive por sí mismo como la letra de cambio o la acción societaria, o bien pueden ser accesorios si incorporan un derecho que tiene este carácter respecto de otro como el cupón de acción o de obligación.

E) Y la clasificación más importante en atención a la manera de estar designado el titular que se dividen en:

1. Títulos al portador porque designan como titular no a una persona determinada, sino sencillamente al portador y son transferibles con la entrega.
2. Títulos a la orden porque designan como derecho-habiente a una persona determinada o a toda otra persona a la cual hay que pagar a la orden de aquella. Son, pues, títulos nominativos, pero con

la diferencia de los nominativos propiamente dichos, los títulos a la orden no se limita el derecho a favor de la persona designada, sino que se permite el ejercicio del propio derecho a otra persona cesionaria de la primera, siendo transferibles por simple endoso.

3. Títulos nominativos que son aquellos que designan a una persona determinada y solo a ella, por tanto, no pueden ser transmitidos sin que se notifique la transmisión al deudor, siendo transferibles por endoso nominativo, así como por la inscripción en el registro del emisor.

Ahora bien, teniendo presente que el concepto tradicional de título valor ha evolucionado producto de la práctica mercantilista y que el mismo ha tenido que ajustarse a las nuevas tendencias y corrientes del comercio mundial, ha llevado a la doctrina ha

distinguir entre los "títulos originalmente bursátiles" y "los títulos convertidos en bursátiles."

De acuerdo, con el autor Carlos Dávalos en la legislación mexicana para que un título valor tenga naturaleza bursátil, debe reunir tres requisitos legales principales que son: a) que se trate de un título que se emita en serie o en masa, b) que los mismos se vayan a colocar en oferta pública, y c) que sean colocados por un intermediario profesional. De lo anterior, se desprende que la "naturaleza bursátil" del título valor se adquiere cuando concurren los tres requisitos mencionados, independientemente de la naturaleza del título que se trate. Es decir, entonces, que cualquier título valor que no haya sido concebido originalmente con una naturaleza bursátil, podrá adquirir ésta condición desde el momento en que el mismo se ofrezca públicamente, a través de un intermediario y se trate de un título en serie. Por consiguiente, la primera diferenciación entre los títulos de naturaleza bursátil y los convertidos en bursátiles, es que los primeros fueron diseñados con

este fin y los segundo aprovechando sus características cambiarias, el mercado los convirtió en bursátiles.

Refiriéndonos al ordenamiento jurídico interno, se considerará que un título valor es de "naturaleza bursátil", en atención al Decreto Ley 1 de 1999, sobre mercado de valores; desde el momento que el mismo se oferte o se venda públicamente en la República de Panamá, para lo cual los valores deberán ser registrado ante la Comisión Nacional de Valores, a menos que estén exentos de dicho registro de conformidad con el Decreto Ley o sus reglamentos. Están exentos de este registro los valores ofertados, vendidos o sujetos a cualquier otra transacción, siempre que se trate de valores del Estado, valores emitidos por organismos internacionales en los que participe el Estado, cualquiera otro valor exceptuado a criterio de la Comisión Nacional de Valores, las colocaciones privadas, la colocación a inversionistas institucionales, los traspasos corporativos y los efectuados a los empleados del emisor.

Señala la doctrina mexicana que entre los títulos valores originalmente bursátiles, se encuentra en primer lugar la obligación societaria y sus múltiples derivaciones, los cuales fueron instrumentos diseñados desde sus inicios para manejarse de manera bursátil. En cambio, siguen señalando que la acción societaria no es exclusivamente bursátil, porque existen una cantidad de sociedades anónimas que no han colocado sus acciones en la bolsa y que, sin embargo, son de regular tamaño e importancia. Por tanto, las acciones societarias son de dos tipos, aquellas que son emitidas por el emisor de manera privada y las que se emiten de manera pública y bursátil. Podemos concluir, entonces, que no todos los instrumentos del mercado de valores fueron originalmente diseñados para ser bursátiles, sino, que producto de la práctica degeneraron como tal.

En otras palabras, al estar frente a títulos valores diseñados para sustentar transacciones comerciales de orden privado, que al incursionar en el mercado de valores se ciñen y se adaptan a las nuevas tendencias de negociación bursátil, ha traído como

consecuencia que, a pesar, que los mismos conserven algunas de sus características típicas, las mismas pierden cada vez más su naturaleza cambiaria, convirtiéndose en instrumentos irreversiblemente y eminentemente bursátiles. Un ejemplo, puede ser el caso de los pagarés y letras de cambio que son instrumentos típicamente comerciales, que al desmaterializarse y negociarse en bolsa, pierden su esencia típicamente comercial o cambiaria y se convierten en pagarés y letras de cambio bursátiles.

Una vez expuestos los criterios de clasificación, procedemos a desarrollar los diferentes mercados empezando por los títulos bursátiles más importantes para el mercado de valores.

1. El Mercado Accionario o de Renta Variable

Como bien su nombre lo indica el mismo está conformado por las acciones societarias, las cuales representan el dominio de su titular sobre una parte alícuota del capital social y por tanto, le otorgan

derechos de participación económica y política en una sociedad. No obstante, la rentabilidad esperada es incierta, pues depende de los resultados financieros de una empresa que se afectan según se modifiquen las condiciones del mercado. Por tanto, la principal característica de este título es su rentabilidad variable por excelencia.

Las fluctuaciones bursátiles provienen de dos motivos: primero, que los rendimientos que los accionistas percibirán por su inversión estarán sujetos a la situación financiera de la empresa y segundo, porque el valor bursátil de las acciones es el resultado de la oferta y la demanda del producto en el mercado. Es decir, el inversionista al adquirir este tipo de documentos está comprando un riesgo. Otras características bursátiles de estos títulos, es que se pueden emitir como ordinarias o preferentes, siendo los primeros aquellos títulos valores sin limitación, ni privilegios y los segundos, aquellos con voto limitado susceptible de solo procurar réditos. Así mismo, se caracterizan porque su precio se pondera en base a tres

distintos valores. Por un lado, por el valor nominal que es el fijado literalmente en el documento, por el otro lado, por el valor contable que representa la división entre el número de acciones del valor de los activos registrados contablemente y finalmente, por el valor real que es el precio que fijan libremente las fuerzas del mercado.

En el mercado bursátil las acciones se distinguen según la actividad principal de la emisora, por tanto, las acciones pueden ser comunes puesto que son emitidas por sociedades anónimas privadas y se clasifican en acciones comerciales, industriales, etc, atendiendo al objeto comercial de la sociedad. Así como, las acciones comunes de sociedades de inversión y las acciones de renta fija de sociedades de inversión, que sólo se cotizan en bolsa y son aquellas emitidas por sociedades constituidas bajo leyes especiales y no por sociedades anónimas de derecho privado.

Por último, en nuestro derecho el Decreto Ley 1 de 1999, sobre mercado de valores, en su Artículo 1,

define que la acepción acción o acciones "incluye acciones, ya sean comunes o preferidas cualesquier certificados de participación o de inversión y cualesquiera otros títulos o derechos que representen un interés participe en una sociedad anónima u otra persona jurídica o fideicomiso, así como los títulos convertibles en acciones, los que otorguen derecho a suscribir o comprar acciones, así como cualesquier otros valores con características similares según lo determine la Comisión."

2. El Mercado de Deuda o de Renta Fija

Así mismo, como su nombre lo indica este mercado está constituido por aquellos títulos que incorporan el reconocimiento de una deuda privada, bancaria o pública, representada principalmente por la emisión de bonos, pero cuya rentabilidad obtenida por el inversionista es fija, no fluctuante, y se encuentra establecida desde el momento de la negociación, lo que según la doctrina es su característica bursátil por

excelencia, tal como sucede con la mayoría de los certificados de depósitos y los bonos.

La obligación adquirida puede ser con ocasión, de una deuda privada que es la obligación societaria, de una deuda bancaria que son emitidas por las instituciones de crédito o de una deuda pública que son emitidas por el Estado. Estos tres tipos de obligaciones se incluyen en esta categoría, porque cada emisión representa la participación individual y mínima de un crédito a cargo de una sola, a pesar que se emitan en serie, y porque la función del documento es de servir como un instrumento de financiamiento directo.

Desde el punto de vista puramente bursátil los bonos u obligaciones se diferencian entre sí, en función de la garantía ofrecida por la emisora. Por consiguiente, son quirografarias cuando la emisión se garantiza exclusivamente con la firma de la emisora estampada en el título. Serán hipotecarias cuando la emisión se garantiza con bienes inmuebles propiedad del

emisor y fiduciarias cuando la emisión se hace descansar en la constitución de un fideicomiso, lo que permite una mayor eficiencia y seguridad en los negocios.

Culminada la exposición de los títulos bursátiles, nos corresponde hacer mención de los títulos valores cambiarios creados originalmente para las transacciones comerciales convertidos en bursátiles.

3. El Mercado de Pagaré Bursátil

Ha sido uno de los instrumentos con mayor volumen de bursatilidad en el mercado de valores. El pagaré, o mejor conocido en otras legislaciones como Papel Comercial, es un título valor por el cual el suscriptor o sociedad emisora, promete incondicionalmente pagar al tenedor o inversionista, una suma determinada de dinero en una fecha y lugar específico. Siendo el instrumento que normalmente se utiliza como documento de negociación y aceptación comercial, toda vez que las

sociedades emisoras lo utilizan para cubrir sus necesidades de financiamiento de corto plazo.

Por otro lado, el pagaré con cobertura cambiaria es un título valor indexado a un tipo de cambio específico y pactado al momento de la suscripción del pagaré, el cual permite al tenedor mantener el valor original de su inversión ante fluctuaciones en las monedas. Este tipo de pagaré fue muy utilizado en el pasado en aquellas legislaciones que tenían como prohibición pagar en moneda que no fuera la nacional y que en la actualidad ha caído en desuso.

4. El Mercado de Papel Comercial Extrabursátil

Se diferencia fundamentalmente del pagaré bursátil porque en este caso los fondos provienen directamente de una empresa que financia el préstamo o a través de una casa de bolsa que actúa por cuenta de aquella, mientras que en el caso del papel comercial, el dinero que recibirá en préstamo la emisora del documento,

proviene de forma directa de los inversionistas que adquirieron los títulos en bolsa.

El mismo, se caracteriza por ser documentos expedidos por corto plazo, son instrumentos de financiamiento privado, no tienen garantía real, es decir, son quirografarios y se emiten en un solo documento.

5. El Mercado de Aceptaciones Bancarias

Este es un instrumento típico del sector bancario, pero no exclusivo. Generalmente se acredita por medio de una letra de cambio emitida por una empresa privada a favor de un tercero, misma que es aceptada por un banco quien honra o hace bueno el compromiso asumido de pagar irrevocablemente a los terceros, en la fecha de vencimiento del instrumento. El mismo, se origina en operaciones de comercio internacional, particularmente en transacciones que involucran venta al crédito. Este tipo de operación surge de la necesidad del vendedor de un bien, de recibir el producto de su venta antes del

vencimiento del plazo o crédito que éste le ha concedido al comprador. Cuando esto ocurre una de las alternativas que tiene el vendedor es negociar el título de crédito que documenta la venta con su banco. De esta manera, el banco acredita al vendedor ya sea fondos propios o recursos que obtienen en el mercado secundario de aceptaciones bancarias.

6. El Mercado de Certificados de Participación Fiduciaria

Este es uno de los instrumentos más importantes del mercado de valores y consiste en un título por el cual una institución financiera en su carácter de fiduciario o administrador de un fideicomiso, promete pagar al tenedor de dicho título por cuenta del fideicomiso, una determinada suma en las condiciones acordadas en el mismo. Tiene como característica que se emiten mediante la constitución de un fideicomiso y los certificados representan inversiones a largo plazo.

7. El Mercado de Futuros

Es aquel donde se negocian contratos de futuros sobre diversos activos. En estos contratos las partes intervinientes se comprometen a comprar o vender activos reales, pero sujeto a ciertas condiciones pactadas previamente, como lo son la fecha futura y determinada para la ejecución del objeto del contrato y el precio convenido de compra o de venta.

8. El Mercado de Opciones

Este mercado se caracteriza por otorgarle al tenedor del contrato el derecho de ejercer la compra o la venta de un valor específico, a un determinado precio y durante un período determinado.

9. El Mercado de Dinero Especializado en Obligaciones de muy Corto Plazo

Se caracteriza por aquellas obligaciones cambiarias cuya vigencia son a corto plazo y que principalmente están representadas por los instrumentos emitidos por el sector financiero.

10. El Mercado de Reporto

El reporto es un contrato mercantil en el cual participan el reportado y el reportador. El Reportado es la persona que es dueña de los títulos valores y quien tiene necesidad de obtener recursos temporalmente sobre ellos, por lo que los utiliza como respaldo sin deshacerse de ellos en forma definitiva. Y el Reportador es la persona que invierte sus recurso en los títulos valores que pertenecen al reportado, a fin de obtener un premio o rendimiento. El reportador adquiere la propiedad exclusiva de los títulos de forma temporal, debiendo devolver los mismos al reportado, una vez éste último pague al vencimiento del contrato lo que suelen ser períodos muy cortos, los recursos obtenidos y el respectivo premio.

F. Ventajas y Desventajas de su Constitución

Las ventajas que en su momento brindó la emisión de los títulos valores, estuvo caracterizado por el hecho que permitían la libre circulación de los derechos en

forma expedita y segura, así como que impulsaron el comercio de ese tiempo. De tal suerte, que se prescindió de las formalidades de la figura de la cesión como mecanismo para la transferencia de los derechos, donde dotar a un documento de los requisitos existenciales de los títulos valores, lo convertía en un mecanismo idóneo de adquirir derechos. Sin embargo, producto de la evolución lo que ayer fue práctico hoy es inconveniente y bajo esta premisa, se ha considerado que la representación de los derechos por escrito generan una serie de riesgos, que conllevan la desventaja de generar altos costos conexos. Los principales riesgos que implica esta operación son la posibilidad de ser objeto de falsificación, robo, sustracción o pérdida y el consecuente costo de custodia o resguardo en instituciones de seguridad, gastos de administración y costos de reposición. Otro importante y por decir principal inconveniente que se dan con los documentos, es producto de la masificación de los títulos en serie y de las operaciones bursátiles sobre éstos, lo que Manuel Broseta Pont llama "servidumbre y esclavitud documental". Donde el

volumen de operaciones implica así mismo un número plural de documentos por manipular, por consiguiente costos y riesgos de reenvío al emisor y al adquirente, de papel, personal, en fin un sin número de inconvenientes los cuales se eliminan con el nuevo sistema. Por consiguiente, podemos apreciar que lo ventajoso de los títulos valores en el pasado, en la actualidad son los principales factores que dan como resultado la desmaterialización de los documentos.

II. CRISIS DE LOS TÍTULOS VALORES

A. Tendencia Actual a la Desmaterialización

Los mercados internacionales que compiten en la captación de recursos de capital, producto del crecimiento acelerado de las operaciones bursátiles, han descubierto que para ser competitivos hay que brindar un servicio óptimo de acuerdo con las demandas del mercado actual. Y para lograrlo hay que eliminar aquellos obstáculos que impiden que las operaciones se perfeccionen de forma rápida, segura y eficiente.

Situación que da origen a la denominada desmaterialización de los títulos valores.

En principio, las operaciones bursátiles se compensan y liquidan, al momento en que el vendedor hace entrega de los valores tras percibir el dinero pagado por ellos y el comprador se adjudica la titularidad contra la entrega de la suma cobrada. La rapidez con que se verifique este proceso dependerá de muchos factores, como puede ser la liquidez del comprador, la movilización de los certificados, los controles y registros manuales de las operaciones, la falta de simultaneidad en el cumplimiento de las contraprestaciones y la demora en el traspaso, entre otros. Por lo que, el sistema de la desmaterialización de los títulos valores, es la propuesta moderna para solucionar estas desventajas e ineficiencias.

De acuerdo, con la doctrina la desmaterialización "consiste en la eliminación de los valores físicos, los cuales son sustituidos por anotaciones en cuenta, dentro de un sistema electrónico que mantiene la

central de custodia para tal fin." Además, de que "es un medio que ofrece a los mercados de valores, una nueva opción de emisión de valores, de una manera ágil, segura y confiable", el cual busca eliminar o al menos minimizar aquellos aspectos del registro manual, que a veces inducen a errores e inversión excesiva de tiempo.

En el caso del mercado de valores estadounidense todavía se negocia con títulos físicos, no obstante, la tendencia a su desmaterialización a tenido una acogida generalizada, ya que un alto porcentaje de las transacciones se registran electrónicamente. Tendencia a la cual se han sumando otros mercados como los de Brasil, Perú y Singapur.

Por su parte, Panamá tampoco ha escapado a esta corriente moderna, puesto que recientemente se promulgó el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 "Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá"; el cual con la finalidad de fomentar el desarrollo del mercado bursátil y brindar una mayor confianza a los

inversionistas extranjeros, ha incorporado los mismos estándares y regulaciones de los mercados internacionales. Dejando sin efecto el Decreto de Gabinete 247 de 16 de julio de 1970, "Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores, se reglamenta la venta de acciones en la República de Panamá y se adopta medidas para proteger a los accionistas minoritarios", cuyas disposiciones a juicio de los conocedores eran muy técnicas y habían perdido vigencia por lo cambiante del tema bursátil.

Al adentrarnos en el estudio de nuestras disposiciones legales encontramos que antes del Decreto Ley 1 de 1999, no era viable la posibilidad de emitir y traspasar títulos valores en una forma distinta, que no fuera a través de la emisión y entrega de un documento. Es así, que según la Ley sobre Documentos Negociables, para que un documento tenga ésta característica debe cumplir con ciertos requisitos de fondo y forma, entre ellos, encontrarse firmado por el expedidor o el librador. De la misma forma, la Ley sobre Sociedades Anónimas señala que las acciones en que se divide el

capital social, estarán representados por un "título o certificado de acciones". Lo que nos indica, que en ambos casos es un requisito indispensable que el documento cuente por escrito para que tenga plena vigencia. No obstante, debemos tener presente que ambas leyes datan de los primeros años de nuestra vida Republicana y a pesar, que el Decreto de Gabinete 247 regía a partir de los años setenta, tampoco fue lo suficientemente amplio para regular las tendencias modernas del mercado actual, hasta la incorporación del Decreto Ley 1 de 1999.

Siguiendo con esta corriente, el sector bancario también ha reconocido la importancia que tiene la aplicación de este sistema en el desarrollo de las actividades financieras, especialmente en la prevención del delito de blanqueo de capitales. Con la entrada en vigencia de la Ley 41 de 2 de octubre de 2000 y particularmente la Ley 42 de 2 de octubre de 2000, se constituye un marco regulatorio más estricto para combatir y prevenir el uso indebido de los servicios bancarios, tal cual lo señala la Superintendente de

Bancos. La misma, continúa diciendo que la Ley 41 de 2000 cambia el concepto de Lavado de Dinero por el concepto de Blanqueo de Capitales, actividad que no sólo usa dinero, sino también cheques, instrumentos financieros, valores, instrumentos negociables, al igual que bienes y servicios. Y es con este objeto, que Ley 42 de 2000, en el artículo 9, adiciona el artículo 153-A al Decreto Ley 1 de 1999 que es del tenor siguiente:

ARTÍCULO 153-A

"Será requisito para la oferta, compra o venta de valores a través de cualquier mercado público organizado, como las bolsas de valores en o desde Panamá, el depósito previo de los títulos en una central de custodia y liquidación, agente de transferencia u otra institución financiera debidamente registrada en la Comisión Nacional de Valores.

Esta Comisión queda facultada para establecer los requisitos del registro de que trata el párrafo anterior.

El depósito previo podrá darse mediante la inmovilización de los títulos físicos, de títulos globales o macro títulos representativos de los valores o

mediante la desmaterialización de los valores e instrumentación de un sistema de anotaciones en cuenta, en la forma y término que establece este Decreto Ley." (El subrayado es nuestro)

Con lo antes expuesto, queda manifestado que Panamá ha dado pasos significativos orientados a incorporar disposiciones legales, tendientes a modernizar y hacer consistente nuestro ordenamiento jurídico con las nuevas corrientes de la actividad económica.

CAPÍTULO II
LA DESMATERIALIZACIÓN

I. ASPECTOS GENERALES

La desmaterialización es un fenómeno anglosajón y al mismo se le atribuye el hecho de haber producido la crisis en el concepto de documento, quedando la materialización de los derechos a través de la expedición de títulos cada vez queda más en desuso. Resultando contradictorio que en su momento lo que fuera un mecanismo exitoso como mecanismo para garantizar la seguridad y celeridad en la circulación de las operaciones consagradas en ellos, en nuestros días se haya convertido en su mayor obstáculo.

Desde un punto de vista económico se dice que la desmaterialización como instrumento para la funcionabilidad de las centrales de custodia, compensación y liquidación de valores, redundará en beneficio de la modernidad del mercado bursátil y aumentará el intercambio de operaciones nacionales y extranjeras de los intermediarios.

Sin embargo, desde un punto de vista jurídico esta modernidad ha traído consigo la transformación del concepto tradicional de título valor, como son la ausencia de los elementos esenciales para su validez y eficacia, la capacidad probatoria del documento, entre otros.

A. Concepto

La doctrina Argentina conceptúa la desmaterialización como "la supresión física-material de los títulos valores, subsistiendo cada uno de ellos en un archivo informático". Mientras que otros autores para referirse a este mismo fenómeno hablan de "desincorporación" o de "títulos escriturales".

Los autores mexicanos señalan que hasta hace poco tiempo no se conocía el concepto materialización que maneja Francia y Alemania y que en la doctrina mexicana hace su equivalente el concepto incorporación, es por ello que utilizan el término desincorporación para expresar lo que se conoce como desmaterialización en

otras legislaciones. Para el autor mexicano Carlos Dávalos *"La materialización evoca la consideración simultánea de dos elementos existenciales del título de crédito: la incorporación y la legitimación, porque pretendemos mostrar que el título debe existir en un cuerpo material, desde luego, un papel, y que pertenece en propiedad, por tratarse de una cosa, a una persona concreta. Como apunte preliminar puede decirse, entonces, que la desmaterialización consiste en la ausencia de esa necesidad de que el título exista materialmente y, como una consecuencia de ello, que deba estar en posesión del dueño."*⁷ Y continúa exponiendo el mismo autor que *"es importante tener presente que la desmaterialización es un concepto aplicable solo al título bursátil (valeurs mobiliers), sólo tienen relevancia en las cosas de la bolsa, y subsidiariamente en las transferencias electrónicas de fondos. Pues bien, anteriormente vimos que los títulos bursátiles eran títulos de crédito ordinarios (effets de comerce) que dejaron de serlo y transmutaron su*

⁷DÁVALOS MEJÍA, Carlos Felipe, Op. Cit., Pág. 377.

naturaleza (la mercantil, de crédito y a la orden), por la bursátil.”⁸

En nuestro caso, no fue sino con la consecución del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, que se incorpora por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico la figura de la desmaterialización de los títulos valores. Más, sin embargo, el Decreto Ley 1 de 1999 en su Capítulo II “De la Anotaciones en Cuenta y Valores Desmaterializados”, no expone una definición del concepto, sino, que hace una descripción de cuáles son los valores que pueden acogerse a ello y cómo opera este sistema. El artículo 163 al respecto señala:

ARTÍCULO 163

“Los valores negociados en plaza, y las acciones y los valores emitidos por emisores constituidos o formados de conformidad con las leyes de la República de Panamá, podrán ser emitidos en forma desmaterializada y estar representados tan sólo por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo dispuesto en este Capítulo.”

⁸ **DÁVALOS MEJÍA**, Carlos Felipe, Op. Cit., Pág. 377.

Esto debe entenderse salvo la excepción consagrada en el artículo 153-A, cuando se trate de negociación de valores a través de un intermediario organizado en o desde Panamá, para lo cual por disposición de la Ley se requiere que los documentos estén inmovilizados o desmaterializados.

Hecha esta acotación y en atención al análisis de los artículos antes citados, creemos que no es tan exacta la aseveración hecha por el autor mexicano, en cuanto a que *"...es importante tener presente que la desmaterialización es un concepto aplicable solo al título bursátil (valeurs Mobiliers), sólo tiene relevancia en las cosas de bolsa, y subsidiariamente en las transferencias electrónicas de fondos."*⁹. Esto es así, toda vez que nuestras normas disponen que "los valores negociados en plaza, y las acciones y los valores emitidos por emisores constituidos o formados de conformidad con las leyes de la República de Panamá", entiéndase aquellos ofertados públicamente o colocados directamente de forma privada, pueden ser

⁹ **DÁVALOS MEJÍA**, Carlos Felipe, Op. Cit., Pág. 377

desmaterializados a elección de su emisor y el carácter bursátil de la operación no se considera un requisito "sine qua non", para que esta figura tenga aplicación jurídica. A su vez, el artículo 164 dispone que *"el registro podrá ser llevado por el propio emisor del valor o por un representante de éste"*. Básicamente, estas disposiciones nos sirven de fundamento para sostener que en nuestra legislación, no es indispensable la intermediación bursátil al momento de negociar los valores para que tenga cabida su desmaterialización, dejándolo a discreción del emisor, salvo que sean negociados en bolsa lo cual es un requisito.

De acuerdo, con lo esgrimido por la doctrina la desmaterialización se puede definir como la representación de los valores cuya creación y emisión se hace en virtud de una anotación en cuenta en los registros del emisor o de su representante debidamente autorizado.

B. Acontecimientos que Propiciaron su Implementación

Como bien lo señala la autora María Fernanda Guerrero en su ponencia "El Mercado de Valores Desmaterializado (Aspectos técnicos-legales)", la desmaterialización "es un hecho que ha emergido por si mismo a la escena jurídico-económico."¹⁰ Ella plantea que varios son los motivos que han propiciado la acogida con éxito de este sistema y pasamos a enunciar algunos de ellos.

1. "La globalización, internacionalización de los mercados e integración que conducen a la negociación de valores en mercados no domésticos lo que exige que se utilicen mecanismos que minimicen los riesgos que supone el desplazamiento de los títulos.

¹⁰ GUERRERO, María Fernanda, "El Mercado de Valores Desmaterializados (Aspectos técnicos-legales), Pág. 9.

2. La influencia notoria y el acercamiento de los sistemas latinos o de derecho escrito de influencia romano-germánico a los modelos anglosajones no obstante las dificultades intrínsecas que el fenómeno implica.
3. Las presiones por parte de organismos internacionales dirigidas a lograr que los países del área emprendan las labores necesarias en pro de una rápida armonización internacional.
4. La creación aunque de manera paulatina de una cultura del mercado de valores. Con ella la aparición ya generalizada de nuevas alternativas de los títulos valores, formas de negociación a través de redes, la presencia de los procesos

de titularización o securitización, entre otros han llevado a la modernización del derecho atinente al mercado de valores.

5. La "transparencia" en el mercado que implica proporcionar en tiempo real la información adecuada acerca de la formación de precios para facilitar a los inversionistas la posibilidad de invertir sus recursos con mayor eficiencia y agilidad.

6. La masificación de los títulos o valores bursátiles por el volumen de las personas que hoy en día tienen la calidad de accionistas. Un factor que ha incidido en el crecimiento del volumen de accionistas en precisamente los procesos de privatización. Esto desde luego ha hecho materialmente

imposibles la manipulación y tráfico de los títulos como si fueran papel moneda. Por ello se ha hecho necesario aplicar las soluciones proporcionadas por la informática.”¹¹

C. Ventajas y Desventajas del Sistema

Es comprensible que las características novedosas que encierra este sistema entren en conflicto con nuestro ordenamiento jurídico de tradición romanista, puesto que su elaboración es en mayor medida producto de la incursión tecnológica e informática en la actividad bursátil que de la doctrina jurídica, lo que conlleva algunas desventajas y ventajas a la hora de su aplicación.

En cuanto a las ventajas que representa la desmaterialización para el titular de un derecho anotado en cuenta, tenemos la **seguridad** de minimizar los riesgos de la manipulación de los documentos como

¹¹ GUERRERO, María Fernanda, Op. Cit., Págs. 10 y 11.

son el robo, falsificación o adulteración del documento.

Otra ventaja es la agilización en el perfeccionamiento de las transacciones, puesto que su **inmovilización** implica el traspaso de la titularidad con un registro electrónico y en tiempo real, que elimina la necesidad de remitir los documentos al emisor para su reemisión y entrega al nuevo titular, agilizando con ello la transmisión y disminución del tiempo de reposición.

El **bajo costo** de emisión también es otra ventaja, porque con los registros electrónicos se eliminan los gastos administrativos que involucra el manejo de documentos como ahorro de papel, reducción de inventario y archivo.

Por otro lado, existen opiniones encontradas en cuanto a sus ventajas, ya que existen quienes advierten su pronto fracaso debido a que los procesos de

manipulación de los títulos no pueden quedar únicamente a merced de los sistemas electrónicos.

En general, la importancia que representa esta figura para la actividad bursátil es que, entre otros beneficios, agiliza la concreción de operaciones, simplifica los procesos de depósito, facilita la transferencia de títulos y favorece las operaciones internacionales.

En el caso de la práctica bursátil en Guatemala la Bolsa de Valores Nacionales, S.A., ha expresado que la desmaterialización trae ventajas para los emisores, las casas de bolsa y para los inversionistas. En este contexto menciona como principales los siguientes:

“ Para la empresa emisora:

1. Reducción de los costos: se elimina el diseño, impresión y elaboración de títulos y con ellos el costo de manejo y custodia de los mismos.

Para la casa de bolsa:

1. Reduce el tiempo en que se lleva a cabo el control de los títulos, ya que no se debe de ingresar al sistema electrónico el número correlativo y demás características de cada lamina,
2. Elimina el costo de personal a cargo de entrega de los títulos,
3. Elimina el costo de custodia y manejo de los títulos.

Para el inversionista:

1. Mayor agilidad en el proceso: Anteriormente el proceso de impresión implicaba varias semanas desde que el inversionista había realizado la operación, hasta cuando éste recibía el título físico. Con la desmaterialización, el inversionista hace su pago e inmediatamente y simultáneamente recibe la constancia de adquisición,

2. Elimina el riesgo de traslado, pérdida, robo, deterioro o destrucción del título.

Contribuye a una mayor eficiencia del mercado:

1. Una vez registrada la operación en el sistema electrónico, se podrá negociar el valor inmediatamente a través de una transferencia electrónica realizada por Caja de Valores, permitiéndole al nuevo comprador negociar nuevamente el valor cuando él lo estime conveniente,
2. Cada emisor tendrá su propia cuenta en Caja de Valores, la cual llevará un control de las posiciones de los valores para oferta pública. En dicha cuenta se reflejará cada movimiento correspondiente a las negociaciones realizadas,
3. Diariamente, Caja de Valores le enviará al emisor un estado de cuenta que muestre todas las transacciones realizadas con los valores

anotados en cuenta, efectuadas en el transcurso del día.”¹²

Así mismo, Nicaragua ha reconocido las bondades de este sistema al promulgar el Acuerdo Ministerial No.26-2001, por medio del cual se autoriza a la Tesorería General de la República a poner en marcha el Proceso de Desmaterialización de los Certificados de Bonos de Pago por Indemnización (CBPI), que permita a estos ser transables en todos los mercados internacionales de valores, mediante operaciones electrónicas.

En resumidas cuentas, la práctica ha demostrado que este fenómeno técnico, en principio, producto del mercado tiene ventajas comparativas en beneficio del desarrollo y consolidación de los mercados locales, con miras a la inserción en los mercados internacionales.

D. Características de la Desmaterialización

¹² Bolsa de Valores Nacionales, S.A., “Caja de Valores”, página electrónica, <http://www.bvnsa.com>

El concepto jurídico tradicional de títulos valores o títulos cartulares, en los cuales el derecho está incorporado en el título y su posesión legitima al tenedor para exigir el derecho en él incorporado, queda sin vigencia y utilidad práctica con la incursión de la desmaterialización. Esto se evidencia al momento de analizar las características propias de los valores desmaterializados o títulos escriturales lo que pasamos a describir.

1. Desaparición física del documento

En nuestra opinión, la supresión material del documento es la característica más relevante y que da el toque distintivo a la constitución de los títulos escriturales. Esto es así, porque de acuerdo con el derecho convencional el reconocimiento de los derechos contenidos en el título se representan a través de la emisión de un documento, el cual legitimaba al poseedor para ejercer los derechos consagrados en el mismo.

En cambio, producto del incremento en el volumen de las transacciones y la necesidad de celeridad, eficiencia y transparencia con el mínimo de riesgo como deben llevarse a cabo las mismas, surge el fenómeno técnico-jurídico que permite que la negociación y comercialización de los títulos valores se asista por medios electrónicos y sistematizados, haciendo obsoleto el sistema de respaldo mediante el uso del papel. Situación que ha generado que en la actualidad la constitución y emisión de los derechos, así como cualquier reconocimiento que sobre los mismos deba hacer el emisor, se acrediten a través del sistema de anotación en cuenta en los registros de éste o en los registros de su representante autorizado. Lo que ha conllevado a la desaparición del documento como instrumento para constituir derechos y obligaciones.

Ahora bien, la acogida que ha hecho nuestro derecho de aquella tendencia hacia la desmaterialización es progresiva, puesto que no podemos incorporar su aplicación de forma tajante sin producir alteraciones en la práctica forense y en nuestro

ordenamiento jurídico general. Por esta razón, que el Decreto Ley 1 de 1999 deja a discreción del emisor la elección de desmaterializar los valores representados por medio de certificados o documentos físicos en circulación a la entrada en vigencia del presente Decreto-Ley, sin requerir el consentimiento de los tenedores registrados de dichos valores, pero siempre que lo haga sin alterar los derechos que éste tenga según los términos del certificado o documento físico. Con la única obligación de que recupere y saque de circulación los documentos que haya desmaterializado.

2. La emisión del título se reemplaza por registros contables

Al desaparecer la emisión de los títulos cartulares, la constitución y emisión de los valores se reemplaza por medio de anotaciones en los registros contables del propio emisor o en los registros de su representante debidamente autorizado. No obstante, a pesar que la innovación del sistema consiste en la utilización de los medios electrónicos e informáticos como el instrumento de registro, en nuestro derecho se

permite que los mismos bien puedan ser llevados por medios físicos, como por otros medios autorizados por la Comisión Nacional de Valores.

Las formalidades que dispone el Decreto Ley 1 de 1999, en su Artículo 164, para la llevanza de los registros son mínimas y consisten en que los mismos se anoten en forma clara y precisa, lo que permita la inequívoca identificación de los derechos dimanantes del mismo. No obstante, la propia norma deja el compás abierto para que la Comisión Nacional de Valores, regule la forma en que deban ser llevados los registros y los controles a observarse respecto de valores sujetos a este Decreto-Ley, consistentes en aquellos negociados públicamente en plaza. Por el momento, la Comisión Nacional de Valores no ha emitido ningún acuerdo reglamentando esta materia.

3. No se requiere la entrega del documento para adquirir derechos reales

Con relación al modo de adquirir derechos reales sobre los títulos valores, queremos resaltar que el fin

perseguido con la desmaterialización es eliminar la circulación de los documentos y la tradición como un requisito para transferir derechos. Además, de todos los riesgos asociados a su manipulación.

Lo que no ocurre en el caso de los títulos valores nominativos que para su transferencia se requiere la entrega del documento al emisor para su reemisión a nombre del nuevo titular y el correspondiente registro en el libro de acciones. Mientras, que en el caso de los títulos valores al portador se requiere la entrega (Traditio) del documento para transferir los derechos al nuevo adquirente.

En el nuevo contexto, al no existir la circulación y manipulación de los documentos físicos, la constitución y extinción de los derechos se sustituye por anotaciones contables, produciendo los mismos efectos que la tradición y eliminando la necesidad de la entrega para su traspaso. Es decir, que los trasposos se realizan de forma expedita y en tiempo real.

4. Es un bien intangible

Como la desmaterialización significa la ruptura con el concepto tradicional de título valor, que lo considera cosas muebles y como tales bienes tangibles, al desaparecer el soporte físico de los derechos se plantea el surgimiento de lo que los autores alemanes denominan "derecho-valor". En consecuencia, el titular lo que adquiere es un derecho personal o de crédito contra el emisor y no la propiedad sobre un bien material que para ser considerado como un derecho real debe reunir todos los elementos para su existencia como tal.

II. REPRESENTACIÓN DE LOS VALORES DESMATERIALIZADOS

Tradicionalmente, la Ley dispone que la representación de los valores se hacen por escrito y de conformidad con las formalidades establecidas. Tal es el caso, de la Ley de Sociedades Anónimas que dispone que las acciones se representan por medio de un título o certificado, al igual que los artículos concomitantes

hacen alusión a la exigencia de su expedición física. De la misma forma, podemos citar otras disposiciones como la Ley de Documentos Negociables, que a su vez exige la emisión material del documento como medio para constituir derechos.

La legislación española sobre sociedades anónimas dispone que el pacto social deberán designar la forma como se va a representar la emisión de acciones y el Notario deberá negar la protocolización de las escrituras públicas que carezcan de esta estipulación, pudiendo establecerse que se hará de forma desmaterializada. En cambio, nuestra Ley de sociedades anónimas que data de 1927, entra en conflicto con otras de nuestras disposiciones vigentes, al no prever la posibilidad de representar el capital social a través de medios electrónicos o tecnológicos.

A pesar de ello, Panamá ha visualizado la necesidad de asimilar en nuestro cuerpo legal la figura de la desmaterialización, entendida como un instrumento técnico-económico ideado para acelerar la conclusión de

transacciones masivas en tiempo real y de forma segura, confiable y eficiente para los inversionistas, mediante la representación de los derechos en anotaciones en cuenta sustituyendo su emisión física.

Esto es así, al reconocer la aplicación del **"Principio de Libertad de Forma"** el cual faculta al emisor para elegir la forma de representación de sus valores, al indicar que los mismos podrán estar representado tan solo por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo dispuesto en el Decreto Ley 1 de 1999, los cuales bien pueden ser anotados en los registros del emisor o su representante autorizado. Salvo, la excepción contemplada en el artículo 153-A antes citado, que prevé como un requisito "sine qua non" que los valores que se oferten públicamente por intermediarios en o desde nuestro mercado estén inmovilizados o desmaterializados.

Una vez elegida la forma de representación de los valores entra a regir el **"Principio de Unicidad"**, el cual estatuye que el método de representación elegido

debe ser igual para todos los valores integrados en una misma emisión.

Lo que conlleva a la aplicación del "**Principio de Irreversibilidad de la representación de los Valores por medio de anotaciones**", el cual consagra que una vez los valores hayan nacido anotados en cuenta, no se contempla su conversión o reversión en títulos físicos. A diferencia del caso anterior, cuando se trata de valores representados por medio de documentos la representación no tiene carácter definitivo y por tanto, opera el "**Principio de la Reversibilidad de la Representación de los Valores por medio de Títulos**". La conversión se produce a medida que el titular de los derechos incorporados en el título, entrega los documentos en circulación al emisor para su anulación o destrucción material y posterior inscripción a través de registros contables. Procedimiento este que puede ser realizado por el propio emisor sin requerir el consentimiento del titular o tenedor registrado de dichos valores, o bien puede ser a solicitud del propio titular.

Ahora bien, la titularidad u otros derechos patrimoniales sobre activos financieros, también pueden constituirse anotándose en un registro denominado cuenta de custodia las cuales manejan los intermediarios organizados como las centrales de custodia, compensación y liquidación, cuyos asientos generan para su titular un derecho bursátil sujeto al régimen de tenencia indirecta.

A. Constitución de Valores y Derechos Patrimoniales mediante el Sistema de Anotación en Cuenta

Una vez establecido que los valores y derechos patrimoniales se constituyen y se extinguen por medio de su registro en anotaciones en cuenta indicando la extensión y el alcance de los derechos conferidos o extinguidos, procederemos a analizar el sistema en si mismo.

El sistema de anotación en cuenta es una nueva concepción jurídica, que constituye una forma de representación de valores mobiliarios, en sustitución de la tradicional incorporación del valor al título.

Este sistema busca superar los problemas que originan el manejo del papel, mediante la supresión del elemento circulatorio reemplazando su emisión por medios electrónicos. En otras palabras, el sistema de anotación en cuenta es el método del cual se sirve el mercado para operar la desmaterialización y la inmovilización de valores, producto de la supresión física de los títulos.

La doctrina peruana ha definido el concepto de anotación en cuenta como "un sistema electrónico de representación de valores basados en cuentas similares a las de contabilidad. La inscripción y posterior traspaso de valores se formalizan mediante asientos y se ejecutan a través de sistemas informáticos, que permiten detallar quiénes son los titulares de los valores y cuántos valores corresponden a cada uno."¹³ Este registro basado en un sistema contable se inspira en principios registrales. Se tratan de derechos autónomos que disponen de un régimen "sui generis" de constitución, transferencia y extinción, donde los

¹³ Bolsa Nacional de Valores, S.A., "**Valores y otros Mecanismos de Inversión**", página electrónica www.bnv.co.cr/faq/ask1.asp, pág.1

valores anotados dejan de ser bienes muebles para convertirse en créditos anotados en cuenta. Por consiguiente, el emisor o entidad registradora solamente se encarga de registrar los valores desmaterializados y no así de su custodia.

En nuestro país, atendiendo a las disposiciones legales aplicables, el sistema de anotaciones en cuenta consiste en la inscripción que se hace en los registros de los emisores, los cuales pueden ser llevados por medios físicos, mecánicos o electrónicos u otros mecanismos debidamente autorizados por la Comisión Nacional de Valores, convirtiéndose con esto en la forma de representar los valores emitidos en forma desmaterializada.

La aceptación que ha tenido el sistema de anotaciones en cuenta se basa, en la confianza del público en los sistemas de informática, lo que permite prescindir de la circulación de los documentos físicos y confiar en que los derechos registrados tienen pleno valor jurídico. Con lo que se busca mejorar la

eficiencia de las operaciones bursátiles sin reducir la seguridad jurídica de los derechos tutelados.

Con ocasión de ello, nuestro ordenamiento jurídico ha promulgado varias disposiciones legales tendientes a regular las diversas modalidades para el almacenamiento de información y documentos, tales como el sistema de microfilmación o sistemas ópticos y/o magnéticos, todo ello encaminado a proteger y garantizar la confiabilidad y autenticidad de los actos jurídicos que por estos medios son asentados. De tal suerte, que de forma supletoria contamos con las siguientes normas aplicables a esta materia como lo son:

1. Ley 11 de 22 de enero de 1998, Por medio de la cual se regula el almacenamiento tecnológico de documentos, mediante microfilmación o sistemas ópticos y/o magnéticos, en los archivos de las oficinas estatales y municipales, entidades autónomas y semiautónomas, así como de las personas naturales y jurídicas

del sector privado que quieran acogerse a las disposiciones de esta ley,

2. El Decreto Ejecutivo 57 de 19 de mayo de 1999, Por medio de la cual se reglamenta la Ley 11 de 22 de enero de 1998 que regula el almacenamiento tecnológico de documentos y se desarrollan las pautas a seguir por las oficinas estatales y municipales, entidades autónomas, semiautónomas, así como de las personas naturales y jurídicas del sector privado,
3. El Decreto 230 de 3 de septiembre de 1998, Por medio del cual se crea el departamento de tecnología en el Registro Público, y se reglamenta el almacenamiento tecnológico de documentos en el sistema de imágenes en el medio óptico, y/o magnético, y se dictan otras disposiciones,

4. La Resolución 6 de 9 de junio de 1999, Por medio de la cual se establece que las personas naturales o jurídicas interesadas en prestar servicios a terceros relacionados con el almacenamiento tecnológico, deberán solicitar inscripción en el Departamento Tecnológico del Registro Público, y
5. El Decreto Ejecutivo 34 de 6 de abril de 1998, Por el cual se establecen las reglas de presentación de los registros de contabilidad y estados financieros.

Estas normas tienen como objetivo primordial garantizar la confiabilidad, inalteración e irreversibilidad, así como la recuperación y conservación de la información y documentos asentada en ellos, de forma nítida, íntegra, permanente y con absoluta fidelidad.

Por lo medular que resulta el aspecto de las anotaciones en cuenta para el análisis del tema de la desmaterialización de valores, expondremos algunos puntos importantes de las normas antes citadas. Por su parte, el Decreto Ejecutivo 34 de 6 de abril de 1998, dispone en su Artículo 1 que **"Se entiende por registros de contabilidad:** los libros, mecanismos o medios autorizados para anotar o asentar todas las transacciones que afecten los activos, pasivos, patrimonio, ingresos y egresos, así como la respectiva naturaleza de los actos que constituyen la causa de los mismos, realizados diariamente y/o de manera eventual o esporádicos." (El resaltado es nuestro). Y el artículo 4 del propio Decreto Ejecutivo 34 de 1998 establece que **"serán admisibles los registros de contabilidad realizados manualmente en libros o por medios electrónicos o tecnológicos,** tales como microfilmación, sistema óptico, sistema magnético o por cualquier otro medio, siempre y cuando puedan ser impresos y que estén autorizados por la Ley." (El resaltado es nuestro). Debiendo quedar los registros realizados por medios electrónicos o tecnológicos, además, de copiados en la

película, microficha o en el disco u otro medio tecnológico adecuado, en forma nítida, íntegra, permanente y con absoluta fidelidad. Es decir, la Ley ha fijado los parámetros como deben verificarse las anotaciones en cuenta para que las mismas tengan validez legal.

Por otra parte, la Ley 11 de 1998 cuenta con un campo de acción más amplio que la anterior norma aplicable a los comerciantes, dado que la misma prevé la posibilidad de que tanto las oficinas estatales como las personas naturales o jurídicas privadas, brinden el servicio de almacenamiento tecnológicos de documentos, lo que bien puede ser el caso de las centrales de depósitos que tienen entre sus servicios la inmovilización de títulos valores (documentos) y quienes actúan como terceros autorizados por los emisores para la llevanza de sus registros, lo cual es permitida por la Ley de valores. En el caso de almacenamiento tecnológico de documentos negociables, el numeral 3 del Artículo 6 del Decreto Ejecutivo 57 de 1999 dispone, que entre los documentos originales que

no podrán ser destruidos, aunque sean almacenados tecnológicamente, están "Los documentos negociables según se describen en la Ley 52 de 1917 y sus respectivas disposiciones reglamentarias, mientras no se haya consumado totalmente o terminado la transacción que representan". De tal suerte, que los títulos valores inmovilizados y desmaterializados no podrán ser destruidos mientras no se cumpla con lo estipulado en la norma. Pero, no obstante, a pesar de poder optarse por la destrucción de los mismos, éstos también podrán ser rematerializados mediante la reproducción de su original, lo cual tendrá el mismo valor legal que los documentos originales, tal como lo estipula el Artículo 2 de la Ley 11 de 1998. Debemos tener presente que estas normas tienen aplicación, sin perjuicio de lo estipulado en el marco regulatorio del mercado de valores.

Por último, queremos destacar la opinión de la doctrina que señala que el sistema de anotaciones en cuenta "No es un mero registro administrativo que sirva

de archivo de datos";¹⁴ sino, "Es un registro jurídico con eficacia substantiva sobre los actos inscritos."¹⁵ Esto es porque su inscripción constituye, transfiere y extingue derechos patrimoniales y reales con plena eficacia legal. Por tanto, a manera de conclusión ha quedado establecido que la anotación en cuenta es un método diseñado para operar el sistema de desmaterialización e inmovilización de valores, generando a su vez responsabilidad civil y penal para aquellas personas encargadas de su control y registro.

1. Principios registrales aplicables

Los autores españoles señalan que el ordenamiento jurídico español dispone, que la llevanza de los registros en anotaciones en cuenta se rigen por determinados principios como lo son: el de Legitimación, Fe Pública o de Tracto Sucesivo.

¹⁴ ZUNZUNEGUI, Fernando, Derecho del Mercado Financiero, Editorial Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, SA, Madrid, 1997, pág. 9.

¹⁵ Idem, pág. 9.

Según el **Principio de Legitimación**, lo inscrito se presume exacto y válido. Por tanto, la persona que aparece registrada en los asientos del registro contable está legitimada y se presume titular legítimo y en consecuencia, puede exigir del emisor el cumplimiento de todas las prestaciones a las que tenga derecho.

En aplicación del **Principio de Fe Pública**, el registro de anotaciones en cuenta se caracteriza por dar seguridad respecto de las operaciones registradas. Es decir, el que adquiere un derecho de la persona que según los asientos aparece como legítimo tenedor, adquiere válidamente y no admite reivindicación por parte de terceros cuando la transferencia haya sido efectuada de buena fe y no haya habido culpa grave.

Y conforme al **Principio de Tracto Sucesivo**, la inscripción de la transmisión del valor precisa la previa inscripción a favor del transmitente.

En Panamá, contamos con el Decreto Ejecutivo 34 de 6 de abril de 1998, "Por el cual se establecen las reglas de presentación de los registros de contabilidad y estados financieros". Disposición ésta que bien podría tener aplicación de forma supletoria por analogía, toda vez que la misma busca garantizar la confiabilidad, inalteración, recuperación y conservación de la información asentada en los registros contables. De este Decreto Ejecutivo 34, hacemos particular referencia al artículo 4 que establece que "serán admisibles los registros de contabilidad realizados manualmente en libros o por medios electrónicos o tecnológicos, tales como microfilmación, sistema óptico, sistema magnético o por cualquier otro medio, siempre y cuando puedan ser impresos y que estén autorizados por la Ley." Y específicamente cuando se trate de registros electrónicos o tecnológicos, los mismos deben permanecer copiados en la película, microficha o en el disco u otro medio tecnológico adecuado, en forma nítida, íntegra, permanente y con absoluta fidelidad.

B. Transferencia de Valores Escriturales

La doctrina tradicional de los títulos valores se basa en la emisión física del documento, el cual debe reunir los elementos esenciales que le atribuyan existencia legal a los derechos en ellos incorporados. Por tanto, una vez la constitución del derecho se haya representado como un título valor, esta característica permite considerarlo como una cosa mueble, que con su sola circulación y entrega al adquirente se puede transferir plenamente la titularidad. A lo contrario del sistema tradicional, los valores representados por medio de anotaciones en cuenta nacen a la vida jurídica como tales, en virtud de su inscripción en los registros contables, lo cual constituye un elemento esencial para su existencia y validez.

Hechas estas precisiones en cuanto a la constitución de los valores escriturales y los títulos valores, cabe referirnos a la transferencia de los valores anotados en cuenta. Como bien se ha dicho, la inscripción de los derechos en los registros contables

es un procedimiento esencial para su creación, transferencia y extinción. Pero la diferencia esencial entre la transmisión de los valores escriturales y los títulos valores, radica en que éstos últimos están representados por un documento y para su transmisión se requiere la entrega del mismo. En cambio, como los valores escriturales no se emiten físicamente, sino, que se constituyen por medio de un registro, para su transmisión también se requiere la inscripción como un requisito indispensable para que surta efecto. Situación que opera de la misma forma cuando se trata de la extinción del valor anotado, lo cual se verifica con la cancelación registral.

III. PROBLEMÁTICA TÉCNICO-JURÍDICA

A. Aspectos Técnicos y su Impacto Jurídico

1. Exposición incrementada al fraude informático

Sostienen los autores que el mercado bursátil completa o parcialmente informatizado, no está exento de que se presenten fraudes informáticos o lo que se ha denominado "correo negro". Por ejemplo, las

transacciones de pago que se generan automáticamente a través del sistema electrónico de datos pueden ser manipulados, extraviados y generados en tiempo incorrecto. Así mismo, puede presentarse lo que se llama una "desviación legal" que surge cuando una obligatoriedad no está claramente definida en los acuerdos comerciales. Lo que puede conllevar a errores de origen técnico, externo y humanos que pueden estar en un momento dado fuera de control. Y en esos casos, no se ha definido quién asume el costo de haber procesado la orden. A su vez, por el volumen de información económica confidencial que se maneja, puede darse lo que se conoce como "comportamientos irregulares" que comúnmente se relaciona con el uso fraudulento de información privilegiada, situación que se encuentra prohibida en nuestra legislación. Por consiguiente, para mantener una imagen de transparencia y seguridad en la operación de transacciones bursátiles, se hace necesario contar con controles efectivos de carácter informático que prevengan la manipulación y el uso indebido de información confidencial que reste confiabilidad al sistema.

2. La contratación entre ausentes

Algunos de los problemas que surgen de la negociación por intermedio de los sistemas de informática utilizados como instrumento de intercambio electrónico de información, es cómo se expresa el consentimiento para efecto del perfeccionamiento de los contratos y como se prueba este acuerdo de voluntades, puesto que la contratación se celebra entre ausentes.

La celeridad en la contratación que en la actualidad exige el giro normal de los negocios, ha propiciado que las transacciones se surtan de forma más expedita y eficiente asistiéndose para ello de la tecnología, lo que conlleva a un apartarnos de las formalidades tradicionales para el perfeccionamiento de los contratos consagradas en la Ley. Por ejemplo, la celebración de acuerdos entre ausentes por intermedio del uso de facsímiles o medios informáticos, sin hacer constar las condiciones de lo pactado, cuando la Ley consagra que la autonomía de la voluntad debe constar

por escrito y cumplir con todas las formalidades para su vigencia y validez.

Al respecto, el Código de Comercio se ha hecho eco de las exigencias modernas e incorpora dentro de su normativa, disposiciones que reconocen la plena vigencia de los acuerdos celebrados entre ausentes, como si fueran celebrados entre presentes, siempre que conste en el documento que las partes han estado en comunicación directa, como es el caso de los acuerdos celebrados por los miembros de una sociedad anónima. Esta modificación aludida fue incorporada al Código de Comercio mediante el Decreto Ley 5 de 2 de julio de 1997, el cual modificó el Artículo 203 del referido Código, que actualmente es del tenor siguiente:

ARTÍCULO 203

“Los actos o contratos celebrados por teléfono o telefax o por medios de comunicación electrónicos, se entenderán entre presentes si las partes o sus representantes o mandatarios han estado directamente en comunicación.

Igualmente se entenderán entre presentes las reuniones de junta

directiva o de asamblea de socios o accionistas, o de liquidadores de sociedades de cualquier clase en que los participantes hayan estado directamente en comunicación por cualquiera de los medios señalados en el párrafo anterior. En tal caso, se deberá extender un acta con expresión de la reunión efectuada, los acuerdos adoptados y de la forma en que los participantes han estado en comunicación.

Serán válidos los acuerdos de directores, socios, accionistas, administradores o liquidadores de las sociedades de cualquier clase aunque hubieren firmado el documento en lugares y fechas diferentes."

Otro aspecto a considerar, es lo atinente a la oferta y aceptación. Este punto tiene significativa importancia en el sistema de intercambio electrónico de datos, ya que su grado de automatización puede aumentar las posibilidades que el usuario de un terminal, dé una instrucción que no refleje su verdadera intención o voluntad. Lo que puede traer perjuicios al usuario al no poder revertir una orden procesada, al carecer de la intervención humana.

Como parte de esta problemática se encuentra otro aspecto de igual importancia consistente en determinar el lugar y la fecha de la formación del contrato contraído a través de un sistema de intercambio electrónico de datos. Tomando en cuenta que es difícil determinar el lugar de origen de la información, dado que la misma puede viajar a través de diversas terminales que no tienen relación con el negocio, se ha convenido establecer el lugar del destinatario como el de mayor interés para ubicar el perfeccionamiento del contrato.

La doctrina ha establecido que existen por lo menos cuatro formas de utilización de los ordenadores en la contratación. "En la primera el computador incide sólo indirectamente en el proceso de formación de la voluntad negocial ofreciendo información económica necesaria para concretar la relación contractual. Una segunda modalidad indica que el computador puede ser un instrumento de comunicación a través del cual se transmite al exterior, normalmente al destinatario de la declaración de voluntad, un acto

ya perfeccionado. En una tercera forma el computador incide directamente en el proceso de formación del consentimiento que concretará el negocio. En este caso el usuario introduce datos u otros mecanismos algoritmizados para elaborar a partir de allí la consiguiente decisión. Muestra de ello son los sistemas de cajeros automáticos y puntos de pago. Finalmente, el computador puede constituirse en el lugar de encuentro de las voluntades ya perfeccionadas. Es el caso de la red electrónica de transacciones en el mercado público de valores.”¹⁶

A este respecto, Panamá promulgó la Ley 43 de 31 de julio de 2001, Por medio de la cual se define y regula los documentos y firmas electrónicas, las entidades de certificación en el comercio electrónico y el intercambio de documentos electrónicos, norma que será objeto de comentarios al momento de desarrollar los puntos subsiguientes.

3. El documento electrónico

¹⁶ GUERRERO, María Fernanda; Op. Cit., Pág.13.

Por tratarse de un tema con una gran implicación técnica, nos referiremos particularmente a dos aspectos jurídicos que la doctrina ha considerado son los más relevantes y de los cuales existe un criterio en común.

El primero consiste en que por el hecho que los derechos no estén representados en papel, no significa que las ideas o los pensamientos no puedan estar representados por un documento electrónico con soporte técnico. Por ello, el documento electrónico se ha definido como "cualquier representación en forma electrónica de hechos jurídicamente relevantes, susceptible de ser asimilado en forma humanamente comprensible".¹⁷

Y el segundo consiste en que "el documento electrónico es un método de expresión que requiere de un instrumento de creación, conservación, cancelación y transmisión, y tal instrumento está constituido por un aparato electrónico".¹⁸ Por lo que, el documento

¹⁷ **GUERRERO**, María Fernanda; Op. Cit., Pág.14.

¹⁸ Idem, Pág. 14

electrónico necesita de la computadora como instrumento para su creación, conservación y cancelación, incluso, necesita de la red de terminales para hacer viable su transmisión.

Finalmente, en cuanto al valor probatorio de los documentos electrónicos, se requiere imprimirles a los mismos, seguridad jurídica en cuanto a la identidad de las partes, el origen y el contenido de la información que resguardan.

4. La firma digital en sustitución de la firma autógrafa

Tradicionalmente la firma ha consistido en la rúbrica autógrafa que estampa cada persona en un documento para darle carácter de autenticidad a su contenido. Es decir, la firma es el signo distintivo o personalizado de cada individuo, registrado y reconocido legalmente, que la misma utiliza para exteriorizar formalmente su conformidad con el documento amparado por su firma. Tanto es así, que el Código Penal en los Artículos 265 y 267 considera un

delito sancionado con pena privativa de libertad, el hecho de falsificar en todo o en parte un documento original sea público o privado, de modo que pueda causar perjuicio. Y el Artículo 269 del referido código señala que se aplicará igual sanción a los que falsifiquen, supriman, oculten o destruyan en todo o en parte, entre otros, un cheque sea oficial o particular, una letra de cambio, acciones u otros documentos o títulos de créditos transmisibles por endoso o al portador. Lo que nos indica la importancia que tiene para la seguridad jurídica de las operaciones comerciales, la autenticidad de la firma puesto que la misma es un requisito existencial y de validez para este tipo de documentos.

Sin embargo, con la utilización de los sistemas electrónicos ha quedado en desuso el concepto de firma manuscrita, para darle paso a los conceptos de firma digital, código de acceso o cifras de control como instrumentos de identificación de los participantes. Este mecanismo de identificación tiene particular aplicación en los sistemas que operan las centrales de

custodia, compensación y liquidación de valores, donde es un requisito indispensable contar con niveles de seguridad que permitan conocer certeramente que el origen y contenido de la información son auténticos o inmodificables, a fin de procesar eficientemente una transacción electrónica. Por lo pronto, la firma electrónica es el mecanismo utilizado para garantizar la veracidad de los documentos y operaciones transmitidos por medios informáticos, por lo que se hace necesario contar cada vez más con mayores controles como softwares y hardwares que garanticen que la información no pueda ser falseada al momento de procesarla y que a la hora de probarlos su certificación tenga certeza jurídica.

En este aspecto, nuestra legislación recientemente flexibilizó su normativa al admitir que la firma se estampe por otros sistemas mecánicos, como lo ha hecho el Código de Comercio de Colombia, al promulgar la Ley 43 de 31 de julio de 2001, Que define y regula los documentos y firmas electrónicas y las entidades de certificación en el comercio electrónico, y el

intercambio de documentos electrónicos. Con la particularidad de que cuando se trate de la emisión de títulos valores se admite la sustitución de la firma por un signo o contraseña que puede ser mecánicamente impuesta, pero se hace bajo la responsabilidad del creador del título.

En nuestro caso, el Artículo 2 de la Ley 43 de 2001, define como firma electrónica "Todo sonido, símbolo o proceso electrónico vinculado a o lógicamente asociado con un mensaje, y otorgado o adoptado por una persona con la intención de firmar el mensaje que permite al receptor identificar a su autor." Y el Artículo 7 de la Ley 43 en cuestión, dispone "Que cuando la ley exija la presencia de una firma o establezca ciertas consecuencias en ausencia de ella, en relación con un documento electrónico o mensaje de datos, se entenderá satisfecho dicho requerimiento si este ha sido firmado electrónicamente. La firma electrónica, cualquiera que sea su naturaleza, será equivalente a la firma manuscrita para todos los efectos legales."

Con este propósito, el Artículo 25 de la Ley 43 de 2001, establece los atributos que debe cumplir la firma electrónica para que tenga la misma fuerza y efectos que el uso de la firma manuscrita. Para ello, la norma señala que debe ser: a) única a la persona que la usa, b) susceptible de ser verificada, c) estar bajo el control exclusivo de la persona que la usa, y d) estar ligada a la información o mensaje, de tal manera que si éstos son cambiados, la firma electrónica es inválida.

Por consiguiente, de los artículos citados se desprende que la firma digital no está constituida por la representación gráfica de la firma manual, sino que se trata del desaparecimiento de la firma autógrafa de todas aquellas personas que intervienen (emisor, endosantes y avalistas) y que de una manera se encuentran comprometidos por efecto de la circulación.

Ahora bien, en el caso particular nuestro la introducción de la figura de la desmaterialización, la incursión en la prestación del servicio de custodia, compensación y liquidación, así como la regulación del

comercio electrónico, han creado los cimientos para desarrollar una actividad bursátil cónsona con las exigencias internacionales, correspondiéndonos sobre la marcha superar aquellos aspectos técnicos que produzcan un impacto jurídico opuesto.

5. La armonización como estrategia para la internacionalización de los mercados

Como bien lo señala la doctrina no existe una unificación terminológica normalizada, en cuanto a los conceptos que deben emplearse para lograr una definición exacta de una operación de transferencia electrónica de datos aceptada por todos. Esto se hace necesario con el objetivo que todos hablemos el mismo idioma, lo que redundará en beneficio de los agentes y en la consolidación de un régimen común.

B. Aspectos Legales

1. Es un fenómeno "Sui Generis"

Ha sido calificado como un fenómeno "Sui Generis" en vista que su creación ha sido producto del avance

tecnológico que ha incidido en lo jurídico y no una elaboración eminentemente legal. Aunque otros autores sostienen que su origen se remonta a la última Guerra Mundial donde existía escasez de papel y robo o sustracción de los títulos y no se debe a un fenómeno resultante del desarrollo técnico.

2. Fuerza probatoria de las declaraciones de los operadores

Ciertamente, en materia probatoria se da la situación que el Código Civil exige que algunas obligaciones y contratos para su validez deban constar por escrito y cumplir con ciertas formalidades, por lo que para probar su existencia se requiere que los mismos consten en un documento. Y cuando la Ley exige que los mismos se consignen por escrito, no se admite otro medio de prueba que no sea el documento.

Así mismo, el Código de Comercio, en su Artículo 244, establece que las obligaciones mercantiles y sus excepciones se probarán por medio de documentos públicos, privados, minutas, facturas, la contabilidad

comercial, correspondencia espitolar o telegráfica y enumera de último la declaración de testigos y cualquier otro medio de prueba admitido por la Ley. Como podemos observar en su mayoría el medio probatorio por excelencia es la prueba documental, lo que se confirma con lo que dispone el Artículo 245 de dicho Código de Comercio, que señala "Cuando la ley mercantil requiera como necesidad de forma del contrato, que conste por escrito, ninguna otra prueba de él será admisible y a falta de título escrito, el contrato se tendrá como insubsistente". Salvo, lo consagrado en el artículo 246 que estipula que la prueba de testigos será admisible en los negocios mercantiles, cualquiera que sea la cantidad que importe la obligación o excepción que se trate de probar.

Con esto queremos resaltar que en el proceso se admite como plena prueba de la existencia y términos de una obligación, el documento que lo ampara cuando la Ley exija su consignación por escrito, situación que entra en conflicto con la tendencia actual a la desmaterialización que suprime el reconocimiento físico

de los derechos reemplazándolos por anotaciones electrónicas.

Eventualmente la aplicación de este fenómeno puede generar conflictos relacionados con la existencia y autenticidad de los títulos reemplazados por registros electrónicos y con la certificación que los depositarios hacen de los derechos desmaterializados o inmovilizados. Por ello, algunos autores consideran que será "necesario dotar a los operadores del sistema de cierto poder para dar fe sobre los valores que manejan y sobre sus circunstancias de toda clase, atribuyéndoles a esas declaraciones fuerza probatoria o autenticidad, a la manera de que lo hacen los notarios."¹⁹

3. Hay una disfunción en cuanto al fenómeno tecnológico y su marco legal

A diferencia de otros sistemas más abiertos en acoger los cambios que introducen los avances tecnológicos, económicos e industriales, entre otros;

¹⁹ GUERRERO, María Fernanda; Op, Cit. Pág.19.

el jurídico se encuentra en dificultad de asimilarlos en su sistema con la velocidad con la que los mismos evolucionan y sobre todo cuando se tratan de cambios radicales e irremediablemente consolidados. De ahí que exista un vacío legal a la hora de regular la utilización de los mecanismos electrónicos, informáticos y digitales, que nuestro derecho ha ido normando a medida que la necesidad lo ha requerido. Y mientras esta regulación concluya la inexistencia o insuficiencia jurídica quedará sujeta a los acuerdos contractuales y a los usos bursátiles.

4. Pérdida y reposición de títulos

En el supuesto de los derechos representados por medio de documentos físicos su carácter circulatorio los hacen propensos a deteriorarse, extraviarse y a ser sustraídos o robados, generando para su tenedor el costo de asegurar el depósito y custodia de los títulos para no incurrir en un proceso de reposición.

En el caso de las sociedades anónimas, la Ley 32 de 1927 permite la emisión de nuevos certificados de acciones para reemplazar aquellos que han sido destruidos, perdidos o hurtados y en tal caso, la Junta Directiva podrá exigir que el titular otorgue una fianza para responder por cualquier perjuicio o reclamación.

Cuando se trata de derechos escriturales no tiene vigencia los procedimientos establecidos para la reposición de los títulos valores. Por el contrario, la reposición de los valores desmaterializados no consiste en la expedición de otro documento, sino que estamos frente a datos registrados electrónicamente. Pero si de lo que se trata es de valores inmovilizados, el título subsiste como un documento, aunque carente de circulación debido a que está custodiado y depositado, lo que conlleva que en el caso de pérdida, robo o deterioro deba cumplirse con su reposición.

5. Contratos-tipo y las cláusulas exonerativas de responsabilidad

Los autores que han analizado los contratos-tipo que utilizan las centrales de custodia, compensación y liquidación para el intercambio electrónico de datos, suponen la existencia de contratos de adhesión donde los intervinientes muchas veces tienen que aceptar cláusulas abusivas o exonerativas de responsabilidad colocando en desventaja a una de las partes contratantes.

La autora María Fernanda Guerrero señala que *"Una de las cláusulas más usuales en los contratos basados en E.D.I. consiste en que la sociedad gestora no se responsabiliza por las pérdidas que pudiera ocasionar por una transmisión de información en forma incorrecta, tardía o incompleta. De otra parte nunca se define con claridad que eventos pueden dar lugar a una circunstancia exonerativa por caso fortuito o fuerza mayor. La delimitación de la responsabilidad se debe para el caso de la desmaterialización de la circulación tanto para el depósito del título como para la etapa del registro en cuenta y en operaciones sucesivas que se lleven a cabo por medios electrónicos. Situación*

bien distinta cuando se trata de una desmaterialización total. No sobra advertir que para determinar si un hecho puede ser calificado como exonerativo de responsabilidad habrá que preguntarse si ese hecho se hubiera podido evitar y si sus consecuencias hubieran podido prevenirse o superarse mediante una planificación previsoramente adecuada.”²⁰

Por último, también cabe observar y sin dejar de ser menos importante, la delimitación de la responsabilidad en la que pueden incurrir los terceros proveedores de servicios de comunicaciones.

6. Centros regionales de recepción de valores como estrategia de la gestión centralizada

Desde el punto de vista operativo ha proliferado la creación de centros regionales de recepción de valores en puntos geográficos distintos a la sede principal del depósito centralizado de valores. Esto obedece a que los sistemas que se basan en la desmaterialización de la circulación de los títulos,

²⁰ GUERRERO, María Fernanda; Op. Cit., Pág.22.

parece indiferente que el depositario sea directamente el gestor central o por el contrario, sea un intermediario habilitado que a nombre del gestor central reciba los documentos. De tal suerte, que el gestor central puede efectuar la custodia de los valores físicos en sus propias bodegas de seguridad o mediante una entidad guardiana que lo representa.

Lo relevante es que los títulos sean inmovilizados, es decir, que los documentos estén depositados en poder del custodio para evitar su movimiento físico (traditio) al momento de su transferencia. Ya que la función principal del depositario es custodiar en un sitio seguro los documentos, independientemente que la custodia y depósito la verifique el propio gestor central en una sola entidad o la verifique una o varias entidades guardianas. Esto es jurídicamente viable desde la perspectiva que los centros se conciben como agencias o sucursales del depositario o entidad centralizada, quien es la contractualmente responsable frente al

tenedor, de la custodia, administración de valores, como también de la negociación de los mismos.

Ahora bien, según algunos autores la alternativa de contar con sucursales de recibo de documentos distinta del depositario, incluyendo instituciones financieras se ha considerado inaceptable ya que esto implicaría una delegación de la actividad propia para lo cual fueron constituidas.

7. Naturaleza del contrato que vincula depositantes y depositarios

El asunto que se suscita en lo relativo a la relación jurídica entre el depositante y el depositario, es la cualificación de la naturaleza del contrato y consecuentemente, de la naturaleza del derecho que tenga el depositante sobre sus títulos en depósito y/o frente al depositario. Mientras que para la inmovilización de los títulos puede darse la figura del depósito y en algunos casos un contrato mixto de depósito-mandato, en la desmaterialización total el

contrato sería de mandato debido a que realmente no existe entrega material de la cosa objeto de contrato.

Por tanto, el problema queda reducido a establecer si estamos frente a un contrato de depósito regular donde la propiedad la conserva el depositante o un contrato de depósito irregular donde la propiedad es del depositario y nace un derecho de crédito para los depositantes. La antes citada autora María Fernanda Guerrero menciona que *"Para solucionar la posible disyuntiva el legislador en algunos ordenamientos ha determinado que de lo que se trata es de un depósito "especial" (España) y otros hablan de "copropiedad" de los depositantes pro cuota de la masa de títulos de la misma especie que al ser depositados la fungibilidad comporta la desindividualización pero la pérdida de la propiedad de los depositantes."*²¹

En lo particular, el Artículo 167 del Decreto Ley 1 de 1999, dispone que *"Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una*

²¹ GUERRERO, María Fernanda; Op. Cit., Pág.24.

*misma emisión que tengan las mismas características tienen carácter fungible. En consecuencia, el tenedor registrado será el titular de una cantidad determinada de dichos valores **mas no así de un valor específico.***"

Por otra parte, el Artículo 177 del Decreto Ley 1 en cuestión estipula que "El objeto del presente Capítulo es el de crear un régimen especial de propiedad y otros derechos patrimoniales sobre activos financieros llevados en cuentas de custodia por intermediarios. Este régimen especial de propiedad será conocido como régimen de tenencia indirecta y los derechos patrimoniales **que de él dimanen como derechos bursátiles.**" Lo que nos lleva a concluir que se trata de un depósito irregular donde el depositante pierde la propiedad sobre el bien individualizado y en sustitución adquiere un derecho bursátil.

8. Se requiere una adecuada intervención y supervisión del servicio

Ciertamente la técnica de la desmaterialización y las centrales de custodia, compensación y liquidación de valores, se introducen como un instrumento para

agilizar con eficiencia y seguridad la conclusión de operaciones bursátiles en masas, pertenecientes a un número plural de inversionistas. De tal suerte, que las centrales de valores como agentes de mercado sirven como mecanismos para instrumentalizar porciones significativas de recursos financieros de la comunidad, representada por un sin número de títulos que se negocian en el mercado.

Así las cosas, los organismos de control, supervisión y fiscalización, que en nuestro caso es la Comisión Nacional de Valores, les corresponde vigilar por que el mercado se desenvuelva en condiciones de seguridad, transparencia, eficiencia y competitividad puesto que estamos frente a una tendencia portadora de ventajas de carácter operativo y económico; pero a su vez, de riesgos principalmente en las herramientas que se utilizan ya que pueden poner en peligro la confianza que ponen los inversionistas en los agentes del mercado. Su objetivo debe ser impedir que la instrumentación de las centrales de depósito, produzcan distorsiones que afecten el normal desenvolvimiento del

mercado y los mismos se conviertan en centros de poder adquiriendo una posición dominante en perjuicio de la libre competencia.

Y desde el punto de vista del riesgo producido por el intercambio electrónico de datos, la vigilancia debe estar orientada a evaluar la eficiencia y seguridad de los sistemas, así como de los controles internos y de auditoría interna y externa.

Pero los problemas técnicos-legales que se pueden presentar con el uso de la informática en el intercambio de datos y la operación de las centrales no se circunscriben a los enunciados anteriormente; sino, que cabría agregar otros más como los que surgen en el caso de las sociedades en cuanto a la legitimación del accionista, el ejercicio de los derechos políticos como el voto, lo relativo a la pérdida y reposición de los títulos, entre otros, y sus implicaciones frente a la administración centralizada.

CAPÍTULO III
LA INTERMEDIACIÓN EN LA
DESMATERIALIZACIÓN DE VALORES

I. LA CENTRALIZACIÓN DE VALORES

La centralización de valores consiste en el depósito que se hace de los valores en un Depósito Centralizado de Valores ("DCV"), bien sea mediante la inmovilización de títulos físicos o macro títulos o mediante la anotación en cuenta de valores desmaterializados. En este caso estamos frente a un tipo especial de depósito, que en Panamá por disposición legal debe operar a través de una Organización Autorregulada, es decir una Central de Valores, la cual contará con una entidad encargada de actuar como depositario central o entidad que asume globalmente el registro de los saldos de los valores incluidos en el sistema de compensación y liquidación, según lo establece el Acuerdo 9-2003 de la Comisión Nacional de Valores. Luego entonces, pasamos a exponer sus características y efectos distintivos.

A. El Depósito de los Valores como un Factor Indispensable para la Intermediación

El depósito de los títulos valores es un factor indispensable para que opere la instrumentación de la desmaterialización. Así lo reconoce el acuerdo con el Grupo del 30 (G30), al señalar que la principal función que debe cumplir el depósito centralizado es la de inmovilizar o desmaterializar los valores. *"En efecto, la necesidad de un manejo adecuado de los títulos valores emitidos en masa, trajo como consecuencia la iniciativa de crear depósitos centralizados que permitan la rápida transmisión del título valor con el cumplimiento de elementos esenciales. Este mecanismo conlleva a la eliminación física del título y su sustitución por cuentas pasivas que abren las entidades emisoras de los derechos de crédito en su contabilidad, en las cuales se asientan el nombre de los adquirentes o beneficiarios originarios de las obligaciones emitidas, así como los ulteriores traspasos. La emisión de créditos de esta manera da lugar a los llamados "Títulos de Crédito Desmaterializado"."*²²

²² BADELL, GRAU & DE GRAZIA, Despacho de Abogados, **"La Desmaterialización en los Títulos Valores"**, página electrónica <http://www.badellgrau.com>

Este tipo de depósito se aparta del concepto original, donde el depositario se comprometía a custodiar y restituir la misma cosa objeto del contrato y en las mismas condiciones en que fue recibido. Por el contrario, nos referimos al depósito centralizado de valores conocido como "DTC", por sus siglas en inglés, y que ha dado como consecuencia lo que los autores llaman hoy "depósito especial". En este caso el depositario recibe los títulos pertenecientes a cada depositante y se obliga a su custodia. La especialidad de este asunto radica en el carácter fungible que impone la Ley a este tipo de depósitos como condición indispensable para su funcionamiento, donde el depositante ya no cuenta con un derecho exclusivo sobre el bien depositado, sino que está obligado a recibir en restitución otros tantos bienes de los mismos del emisor, con igual clase, valor y derechos, cualquiera que sea su numeración. Por consiguiente, la obligación de custodia que contrae el depositario se proyecta sobre el conjunto de títulos y no sobre bienes especificados, derivando para el depositante un derecho bursátil que pueden ejercitar o enajenar.

Para el autor José Murua existen tres formas conocidas de depósito de valores mobiliarios que son el "depósito regular (clásico)", el "depósito irregular" y el "depósito colectivo".²³ Por su parte, el depósito regular viene siendo aquel *"donde los valores quedan INDIVIDUALIZADOS por su cantidad y especie pero además por la denominación cuantitativa de cada lámina o certificado y numeración de los mismos. Por supuesto que el depositario tendrá que devolver exactamente el mismo documento."*²⁴ Mientras, que en el depósito irregular se verifica la custodia de los títulos físicos, pero el depositante pierde la titularidad sobre la cosa individualizada producto de su fungibilidad e inmovilización, en cambio adquiere un derecho de crédito frente al depositario. Y en el depósito colectivo el depositario también adquiere la custodia física, opera la fungibilidad e inmovilización y además los derechos se registran en anotaciones en cuenta. En cada uno de los presupuestos anteriores el

²³ **MENDOZA LUNA**, Amílcar Adolfo, **"Desmaterialización de Valores Mobiliarios. Algunas Reflexiones a Propósito de la Ley de Títulos Valores"**, página electrónica <http://publicaciones.derecho.org>.

²⁴ Idem, Pág.1.

depositario custodia físicamente los documentos, pero en los dos últimos casos la diferencia deviene con la pérdida de la posesión sobre la cosa específica por parte del depositante.

Esta modalidad de depósito centralizado se reguló en Alemania luego de la Primera Guerra Mundial, mediante la Ley del 4 de febrero de 1937, Sobre Depósito y Adquisición de Títulos Valores y en Francia durante la Segunda Guerra Mundial con la invasión de los alemanes, se introduce este sistema mediante Ley del 18 de junio de 1941, siendo actualmente la desmaterialización total en Francia. Algunos autores sostienen que con ocasión de las recomendaciones elaboradas por el Grupo del 30 (G30) en marzo de 1989, donde manifestó *"que cada país debería contar con un efectivo depósito centralizado de valores para 1992. Altamente desarrollado, organizado y administrado de manera de fomentar la más amplia participación posible del sector."* Y además que *"El depósito debe ser capaz de compensar y liquidar operaciones, organizar la custodia, brindar información sobre emisores, procesar*

el pago de intereses y derechos de los valores depositados.”²⁵, es que esta realidad se ve materializada en el resto de Europa, con la creación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores de España, Euroclear en Bélgica, CEDEL en Luxemburgo y en América con la creación del Depository Trust Company (DTC) en Estados Unidos, INDEVAL en México, Caja de Valores de Argentina, Cámara de Liquidación y Custodia de Río de Janeiro, Caja Venezolana de Valores, CAVALI ICLV, S.A. en Perú, entre otras. De lo anterior, se observa que el desarrollo de los sistemas centralizados de depósitos ha sido acogido a nivel de nuestros países, aunque su implementación es de forma progresiva, como es el caso de Panamá que frente a países vecinos como Costa Rica y Colombia no fue, sino, hasta 1999 que incorpora este sistema dentro su normativa. De acuerdo, con la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV), en 1994 la situación de los depósitos en Latinoamérica demuestra una coexistencia entre la inmovilización y la

²⁵ **“Importancia de las Centrales de Depósitos de Valores como Entidades de la Industria Bursátil”**, página electrónica <http://www.bolsavalores.com>

desmaterialización. Situación que por un lado se debe a su incorporación gradual en los diversos regímenes jurídicos y por el otro, al tratar de ganar la confiabilidad de los inversionistas y emisores en el sistema. Al respecto, la FIABV ha hecho una relación de coexistencia de la desmaterialización y la inmovilización lo que arrojó los siguientes resultados:

“País:

México:	Inmovilización
Venezuela:	Inmovilización
Colombia:	Inmovilización y Desmaterialización
Argentina:	Inmovilización y Desmaterialización
Chile:	Inmovilización y Desmaterialización
Brasil:	Inmovilización y Desmaterialización
España:	Inmovilización y Desmaterialización
Perú:	Desmaterialización” ²⁶

B. Partes que Intervienen en la Cadena de Intermediación

²⁶ “Importancia de las Centrales de Depósitos de Valores como Entidades de la Industria Bursátil”, página electrónica <http://www.bolsavalores.com>. Op. Cit.

Se entiende por interventores en la cadena de intermediación a todas aquellas personas naturales o jurídicas que intervienen de forma activa en la negociación de valores, bien sea como emisor, intermediario, participante o inversionista.

1. El emisor

El emisor es la persona natural o jurídica, pública o privada, que cumpliendo con las disposiciones legales y siendo representada por una casa de bolsa, realiza una oferta pública de valores por medio de una bolsa de valores, convirtiéndose en una fuente supletoria de recursos financieros para el emisor.

El Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, define como emisor a *"toda persona que tenga valores emitidos y en circulación o que se proponga emitir valores"*. Y a su vez, define como emisor registrado o persona registrada a *"toda persona natural o jurídica que esté registrada en la Comisión. Se entenderá que un emisor está registrado en la Comisión cuando tenga valores*

registrados en ésta". Al comparar el concepto de emisor consagrado en esta disposición, con el Artículo 6 del derogado Decreto de Gabinete 247 de 1970, se desprende que esta condición quedaba limitada a las personas jurídicas al estipular que "*Quedan sujetos al régimen del presente Decreto de Gabinete las sociedades....*", que a diferencia del actual Decreto Ley 1 de 1999 reconoce que la figura del emisor puede recaer sobre una persona natural o jurídica indistintamente, lo que consideramos un significativo avance.

Por otro lado, el emisor también puede intervenir en la negociación de valores a través de un tercero denominado oferente, siempre y cuando su participación se circunscriba a alguna de las actividades descritas en el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999 que pasamos a citar.

"ARTÍCULO 1: Definiciones

.....

Oferente: es toda persona que realice una o más de las siguientes actividades:

(1) Ofrezca o venda valores de un emisor en representación de dicho

emisor o de una persona afiliada a éste, como parte de una oferta sujeta a los requisitos de registro establecidos en el Título VI de este Decreto Ley.

(2) Compre o adquiera de un emisor, o de una persona afiliada a éste, valores emitidos por dicho emisor con la intención de ofrecer o revender dichos valores o algunos de ellos como parte de una oferta sujeta a los requisitos de registro establecidos en el Título VI de este Decreto-Ley. Se presumirá que no hubo intención de ofrecer ni de revender dichos valores si la persona que los compra se dedica al negocio de suscribir valores y mantiene la inversión en dichos valores por un período no menor de un año u otro período establecido por la Comisión.

(3) Compre o adquiera de un emisor, de una persona afiliada a éste, o de otro oferente, valores emitidos por dicho emisor mediante una colocación privada u oferta hecha a inversionistas institucionales que esté exenta de registro, y que revenda dichos valores, o parte de ellos, dentro de un período de un (1) año desde la última compra, salvo que lo haga en cumplimiento con las restricciones o limitaciones que al respecto establezca la Comisión."

Esto es así, ya que para promover una oferta pública bien sea de compra o de venta, la Ley requiere que el emisor esté registrado y obtenga la aprobación previa de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

2. El intermediario

La figura del intermediario, de acuerdo con la definición que hace el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, *"es toda central de valores, participante en una central de valores, banco y casa de valores, así como cualquier otra persona que la Comisión autorice para que mantenga cuentas de custodia"*, siempre y cuando esta intermediación no se practique de forma incidental al giro ordinario de sus negocios, sino, que se desarrolle de forma habitual. Es decir, una central de valores es aquel intermediario que se dedique profesionalmente a desarrollar una o más de las actividades que enuncia el Artículo 1 del referido Decreto Ley 1 y que citamos a continuación.

"ARTÍCULO 1:

.....

central de valores: es toda persona que realice una o más de las siguientes actividades:

(1) que mantenga registros de transacciones en valores con el propósito de compensar y liquidar derechos creados por dichas transacciones.

(2) que mantenga registros de traspasos de valores y de garantías otorgada sobre éstos con el propósito de establecer derechos de propiedad y de garantía de dichos valores.

(3) que mantenga certificados de valores depositados con el propósito de hacer posible el traspaso de dichos valores mediante el mecanismo de anotaciones en cuenta.

Esta expresión no incluye casas de valores, miembros de organizaciones autorregulada ni instituciones bancarias o financieras, que realicen una o más de las actividades antes descritas, en forma incidental al giro ordinario de sus negocios. Esta expresión tampoco incluye agentes de registro y traspasos de emisores ni cualesquiera otras personas que la Comisión excluya de esta definición".

Por su parte, se entiende por cuenta de custodia según lo establece el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, "toda cuenta llevada por un intermediario con el fin de acreditar y debitar activos financieros en virtud de un contrato mediante el cual el intermediario ha acordado establecer dicha cuenta a favor de un tenedor indirecto para que la cuenta y los activos financieros acreditados en ella queden sujetos al régimen de tenencia indirecta establecido en el Título XI de este Decreto Ley."

Por consiguiente, el intermediario es aquella persona autorizada para operar en el mercado bursátil, que se dedica a mediar entre la oferta y la demanda de títulos valores, bien sea en la colocación de títulos emitidos por las sociedades o por mandato de los inversionistas para la compra o venta de dichos valores y que se encarga de procesar las diversas transacciones que gestiona.

En Panamá contamos con La Central Latinoamericana de Valores, S.A. (LATIN CLEAR), sociedad privada que

opera desde 1997 como una central de custodia, compensación y liquidación automatizada de valores, integrada por 19 participantes entre los cuales podemos mencionar:

- Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
- Valcomer
- Banistmo Brokers, Inc.
- Bantal Brokers, S.A.
- Wall Street Securities, S.A.
- Bac Valores (PANAMA), Inc.
- Lafise Valores (PANAMA), S.A. y otros

3. El participante

Es oportuno hacer la observación que la actividad bursátil se caracteriza por la interacción incidental de diversos sujetos, de los cuales cada uno se desempeña dentro del ámbito de su especialidad. Así podemos mencionar entre los agentes del mercado bursátil a las Agencias Calificadoras de Riesgo, las firmas de abogados, los asesores financieros, los

contadores y el Estado, entre otros. Sin embargo, en esta oportunidad nos referiremos brevemente acerca de aquellas personas naturales o jurídicas que suscriben o adquieren valores directamente de los emisores, agentes, inversionistas u otros intermediarios, con el propósito de negociarlos públicamente en el mercado a cuenta de la persona que representan. Entre las que podemos mencionar están la casa de valores, el agente corredor de valores y la Bolsa de Valores, así como aquellas instituciones y agentes cuya participación en el mercado de valores pretenda la intermediación entre la oferta y la demanda a cambio de una remuneración. Y que la doctrina ha denominado "Participantes" desde el momento que éstos contratan los servicios de un intermediario (Central de Valores), para que se encargue de manejar, procesar y administrar las cuentas de custodia de sus miembros.

En lo que se refiere al agente corredor de valores el Decreto Ley 1 de 1999 considera que es *"toda persona natural (que no sea una casa de valores) que solicite o*

efectúe compras o ventas de valores en nombre de una casa de valores."

La actividad de corretaje de valores requiere para su ejercicio de una Licencia que expide la Comisión Nacional de Valores (CNV), por lo que las casas de valores y los asesores de inversión tienen prohibido contratar o emplear dentro de la República, a cualquier persona que no cuente con la respectiva Licencia. Para ello, el interesado debe aprobar el examen que practica la Comisión Nacional de Valores (CNV) o la organización autorregulada autorizada por la Comisión para este fin y el cual versa sobre el contenido del Decreto Ley 1 de 1999, sus reglamentos, los usos, costumbres y ética de la industria bursátil, las reglas de las organizaciones autorreguladas y sobre los principios generales de contabilidad y finanzas.

Mientras, que no podrán obtener esta Licencia aquellas personas que en los últimos diez (10) años hayan sido condenadas en la República de Panamá, o en una jurisdicción extranjera, por el delito contra el

patrimonio, contra la fe pública, por delitos relacionados con el lavado de dinero, por la preparación de estados financieros falsos o condenado por delitos que imponen pena de prisión de uno (1) o más años. Como tampoco aquellos que en los últimos cinco (5) años se les hubiese revocado en la República de Panamá, o en una jurisdicción extranjera, una autorización o licencia necesaria para desempeñarse como miembro de una organización autorregulada, como una casa de valores, como un asesor de inversiones, como un administrador de inversiones, como un ejecutivo principal, como un corredor de valores o como un analista. De la misma forma, la Comisión mediante Resolución de Comisionados y según lo amerite la gravedad del caso, podrá suspender o revocar una Licencia concedida, restringir las transacciones en valores que el corredor puede realizar, prohibir que tenga asociación con alguna casa de valores o asesor de inversiones y/o amonestar cuando determine que se ha incurrido en algunas de las causales que estipula el Decreto Ley 1 de 1999, previo el cumplimiento del debido proceso, salvo que se requiera por parte de la

Comisión una acción inmediata para evitar un daño sustancial inminente e irreparable. A continuación, citamos el Artículo 25 del Decreto Ley 1 de 1999, por medio del cual se estipulan las causales que dan origen a las medidas antes señaladas.

"ARTÍCULO 25: Suspensión y revocación de licencia y otra medidas

.....

(1) presentó a la Comisión una solicitud de licencia que contenía información falsa o engañosa en algún aspecto de importancia o que omitía información de importancia;

(2) con conocimiento del hecho, presentó a la Comisión informes o documentos que contenían información falsa o engañosa en algún aspecto de importancia o que omitían información de importancia, o dejó de presentar a la Comisión información correctiva una vez que se hubiere percatado de la inexactitud en la información previamente presentada a la Comisión;

(3) dejó de cumplir con alguno de los requisitos exigidos para el otorgamiento de la correspondiente licencia;

(4) entró en proceso o estado de liquidación voluntaria, disolución

insolvencia, intervención,
reorganización, liquidación,
forzosa, concurso de acreedores,
quiebra o en un proceso similar

(5) cometió prácticas deshonestas o
contrarias a la ética en la
industria bursátil;

(6) dejó de fiscalizar
adecuadamente a sus directores,
dignatarios o empleados, como lo
requieren este Decreto Ley y sus
reglamentos; o

(7) violó o incumplió las
disposiciones de este Decreto Ley o
sus reglamentos que le sean
aplicables o las reglas internas de
las organizaciones autorreguladas a
que pertenezca."

No obstante, para cancelar una Licencia el Decreto Ley 1 de 1999 establece, que el mismo se efectuará a petición de parte interesada, quien deberá cumplir con las condiciones y procedimientos que a tal efecto dicte la Comisión.

Por otro lado, a fin de lograr una fiscalización adecuada de quienes ejercen esta actividad, la Comisión les exige a las casas de valores y a los asesores de inversión que notifiquen la contratación o empleo de

los corredores de valores, dando aviso de la fecha de inicio y cese en el cargo. Lo cual obedece a que las Licencias expiran a los dos (2) años de la fecha en que su titular hubiese dejado de desempeñarse en dicho cargo, sin perjuicio de que el mismo pueda formular una solicitud de renovación.

En lo que respecta, a la casa de valores la misma es *"toda persona que se dedique al negocio de comprar y vender valores, ya sea por cuenta de terceros o por cuenta propia. Dicha expresión no incluye a los corredores de valores"*, así lo define el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999. De lo cual podemos establecer que la actividad de corretaje de valores está limitada a las personas naturales, mientras que en el negocio de casa de valores no existe esta limitación. Por tanto, se desprende del Decreto Ley que las personas naturales o jurídicas pueden desempeñarse como casa de valores, aunque esa no sea la práctica.

En cuanto al ejercicio de este negocio se requiere previamente la obtención de una Licencia expedida por

la Comisión Nacional de Valores (CNV), independientemente de que dichas personas presten servicios en relación con valores que estén o no registrados en la Comisión. Esta Licencia solo autoriza a la casa de valores a desarrollar esta actividad, salvo en el caso de los bancos. No obstante, la casa de valores podrá prestar servicios y dedicarse a actividades y negocios incidentales del negocio principal, tales como el manejo de cuentas de custodia, asesoría de inversiones, administración de inversiones de sociedades de inversión y otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores.

El Artículo 24 del Decreto Ley 1 de 1999, señala que entre las condiciones que deben reunir los solicitantes están *"demostrar que tiene la capacidad técnica, administrativa y financiera, y el personal necesario (1) para prestar los servicios para los cuales se solicita la licencia y (2) para cumplir, y fiscalizar que sus directores, dignatarios y empleados cumplan, con las disposiciones del presente Decreto Ley y sus reglamentos y con las reglas de las*

organizaciones autorreguladas a que pertenezcan". De la misma forma, que cumplan con los requisitos señalados por el Decreto Ley 1 de 1999 y sus reglamentos para la obtención de la respectiva licencia y la operación del negocio; no haber cometido el solicitante, ni los directores o dignatarios los delitos establecidos en el artículo 50 del Decreto Ley; además, de presentar la solicitud acompañada de la información y documentos que prescriba la Comisión para comprobar la idoneidad del solicitante. Y en el evento que el mismo sea una persona natural, deberá además aprobar el examen que aplica la Comisión al tenor del Artículo 49 del Decreto Ley 1 de 1999.

Una vez, concedida esta Licencia la Comisión queda facultada entre otras cosas para suspender o revocar su expedición, o para restringir las transacciones en valores que pueden realizar. A su vez, el acápite C del artículo 25 del Decreto Ley 1 de 1999, señala que puede "prohibir que un ejecutivo principal, un corredor de valores o un analista tenga asociación alguna con una casa de valores o con un asesor de inversiones." Por

tanto, a "contrario sensu" se desprende que la Comisión también podrá prohibir a la casa de valores que se asocie con un ejecutivo principal, un agente corredor de valores, un analista, e incluso, con otra casa de valores. Con el fin de evitar, por ejemplo, que se escuden operaciones irregulares de una casa de valores bajo el amparo de alguna de éstas personas, situación que no puede permitir la Comisión por su calidad de fiscalizador y garante de la actividad bursátil. Ese rol fiscalizador también queda de manifiesto por la exigencia que hace el Decreto Ley 1 de 1999, en cuanto a que las acciones de las casas de valores deberán ser emitidas en forma nominativa. Además, que deberá informar a la Comisión los nombres de los propietarios efectivos de sus acciones que tengan control sobre ella y deberán obtener el consentimiento previo de la Comisión para llevar a cabo cualquier cambio accionario que afecte el control de la casa de valores. Finalmente, la Comisión también quedará facultada para amonestar a las casas de valores, previo el cumplimiento del debido proceso, salvo que se requiera una acción inmediata de la Comisión para evitar un daño

sustancial inminente e irreparable. Las causales por las cuales la Comisión puede adoptar estas medidas están contenidas en el Artículo 25 antes citado, dado que las Disposiciones Generales del Capítulo I, del Título III, que se refiere a Las Casas de Valores y Asesores de Inversión, le son aplicables a los agentes corredores de valores. Mientras que la licencia solo podrá ser cancelada a petición de parte interesada, quien deberá cumplir con las condiciones y procedimientos que a tal efecto determine la Comisión, para la protección de los intereses de los inversionistas.

Luego de expuestos los requisitos y procedimientos legales para operar una casa de valores en Panamá, haremos referencia brevemente a las casas de valores extranjeras, en vista que las mismas pueden desempeñarse en nuestro país como intermediarios de la oferta pública con iguales derechos y obligaciones que las constituidas bajo disposiciones panameñas. Al respecto, se entenderá por casas de valores extranjeras aquellas que reúnan las condiciones establecidas en el

Artículo 30 del Decreto Ley 1 de 1999 y que son las siguientes: "(1) Que estén organizadas o constituidas de conformidad con las leyes de un Estado extranjero o que su domicilio principal esté localizado fuera de la República de Panamá; o (2) Que cuenten con una licencia otorgada por la autoridad competente en la jurisdicción donde se encuentre ubicado su domicilio principal que le permita dedicarse al negocio de casa de valores en dicha jurisdicción."

Ahora bien, al ahondar en las disposiciones que regulan las casas de valores, notamos que no hay regulación expresa que establezca la obligatoriedad para éstas, de obtener una Licencia ante la Comisión para dedicarse a esta actividad. Sin embargo, tampoco encontramos alguna norma que dijera lo contrario, salvo, por el último párrafo del Artículo 30 del Decreto Ley 1 de 1999, el cual señala que en un caso específico mediante Resolución de Comisionados o en forma general, mediante acuerdo, la Comisión podrá eximir a una casa de valores extranjera del exacto cumplimiento de algunas de las disposiciones del

presente Decreto Ley o sus reglamentos, si ésta le comprueba a la Comisión que cumple con algunos supuestos que el propio artículo 30 señala. Por tal motivo, concluimos que la Comisión Nacional de Valores (CNV) como organismo autónomo del Estado y encargado de aplicar y hacer cumplir la Ley puede, además, de expedir, suspender, revocar y cancelar las licencias que deba otorgar con arreglo a este Decreto Ley, eximir a las casas de valores extranjeras de cumplir con este requisito. Esto siempre y cuando "cumplan con otras disposiciones aplicables en la jurisdicción de su domicilio que, aunque sean diferentes a las nacionales, otorgan en general, a juicio de la Comisión, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o superior al ofrecido por la legislación nacional, y sí el otorgamiento de dicha exención no perjudica los intereses del público inversionista". En resumen las casas de valores extranjeras que dirijan sus operaciones a personas domiciliadas dentro del territorio nacional, quedarán sujetas al cumplimiento de las disposiciones legales

panameñas, a menos que a juicio de la Comisión se establezca lo contrario.

Por último, nos detendremos a analizar la figura de la bolsa de valores, el cual el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999 define como *"toda persona que mantenga y opere (1) instalaciones donde converjan personas para negociar valores o (2) un sistema, ya sea mecánico, electrónico o de otro tipo, que permita negociar valores mediante la conjunción de ofertas de compra y de venta."* En otras palabras, es toda persona que intermedia en la actividad bursátil, suministrando la infraestructura necesaria y velando por el fiel cumplimiento de la negociación de valores. Por su parte, la terminología bursátil define por bolsa de valores el "lugar físico donde habitualmente se llevan a cabo operaciones con títulos valores. Además, son mercados organizados y especializados en los que a través de intermediarios se realizan transacciones con títulos valores, cuyos precios se determinan por el libre juego de la oferta y la demanda."²⁷

²⁷ Folleto "**¿Qué es la Bolsa de Valores de Panamá?**", publicado por la Bolsa de Valores de Panamá, Pág. 2.

Para ejercer el negocio de bolsa de valores en la República, se deberá obtener la correspondiente Licencia que expide la Comisión Nacional de Valores (CNV), para lo cual deberá cumplir con los requisitos señalados en el Artículo 52 del Decreto Ley 1 de 1999. Que resumidamente consisten en demostrar que el solicitante cuenta con la capacidad técnica, administrativa y financiera, y el personal necesario para prestar el servicio. Que también cumple con los requisitos de capitalización establecidos por la Comisión, con los requisitos establecidos por este Decreto Ley 1 de 1999 y sus reglamentos para el otorgamiento de la respectiva Licencia y que cumple con adoptar sus reglas internas con apego a estas disposiciones. De la misma forma, que sus directores, dignatarios, ejecutivos principales, corredores de valores o analista, no han sido sancionados por la comisión de los delitos o faltas estipuladas en el artículo 50 del Decreto Ley 1 de 1999 y el solicitante compruebe que reúne todos los requisitos para el otorgamiento y operación del negocio, aportando la información y documentos que lo acreditan. En este

último punto cabe destacar que el Decreto Ley 1 de 1999 limita a las personas jurídicas la posibilidad de operar bolsas de valores. Así como lo hace el Decreto 44 de 31 de mayo de 1988 "Por el cual se autoriza la creación de Bolsas de Valores y se reglamenta su instalación y funcionamiento" y que en su Artículo 2 dispone que podrán establecerse bolsas de valores bajo cualquiera de las formas de las sociedades mercantiles, al igual que otros artículos del referido Decreto.

En Panamá existe la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (BVP), empresa privada creada con el fin de agilizar y promover la negociación de valores en la República. Entre sus objetivos principales está promover y facilitar la compra y venta de valores públicos y privados, y que sus transacciones se ajusten a la Ley y a la ética comercial y profesional. De la misma manera, pretende promover una mayor participación de los sujetos en el mercado de valores; proporcionar la logística y reglamentación necesaria para la negociación en la Bolsa; informar al público acerca de las cotizaciones y operaciones de valores efectuadas en

ella; y mantener una base de datos disponible a los inversionistas, con la información financiera de los miembros inscritos en la Bolsa. La constitución de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (BVP), a su propio juicio obedece a la "reducción de ofertas de financiamiento por parte del sistema financiero internacional, a la crisis política interna y su repercusión en el sistema bancario nacional han causado una disminución significativa en la oferta de dinero por parte de los bancos. Y por otro lado, los ahorristas o inversionistas que hasta ese momento venían invirtiendo todos sus activos líquidos en depósitos bancarios, ya sea por seguridad o por falta de alternativas, es muy probable que en el futuro prefieran diversificar dicha inversión en títulos de crédito o de propiedad emitidos por la empresa privada o el Gobierno Nacional." ²⁸ No obstante, la misma considera que como el mercado panameño es reducido en cuanto al volumen de las transacciones, se proyecta la idea de extender sus actividades hacia nuevas fronteras. Tomando en cuenta que Panamá ofrece ciertas

²⁸ Folleto "¿Qué es la Bolsa de Valores de Panamá?", publicado por la Bolsa de Valores de Panamá, Op. Cit., Pág. 4.

ventajas especiales como aquello que contamos con el dólar americano como moneda de curso legal lo que exonera a los inversionistas de problemas cambiarios, una posición geográfica adecuada y un sistema fiscal que nos permite desarrollarnos como "centro regional de valores".

De cualquier forma, la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (BVP), brinda la infraestructura y condiciones necesarias para que el mercado de valores acuda a celebrar y perfeccionar transacciones bursátiles. Pero, para ello es indispensable que los participantes sean corredores de valores idóneos autorizados por la Bolsa para desempeñarse en las sesiones. Cuya intervención se hace por cuenta y representación de un miembro de la bolsa, también denominado "puesto de bolsa", a quien la Bolsa de Valores de Panamá. S.A. (BVP) le ha concedido el derecho de participar, previo el cumplimiento de ciertos requisitos. Esta participación de los corredores de valores en el mercado, es producto de su intermediación en la oferta y la demanda. Por tanto, cuando un puesto de bolsa se

desempeña a favor de un cliente comprador se le conoce como "Puesto Comprador" y cuando se desempeña por cuenta de un cliente vendedor se le conoce como "Puesto Vendedor". Para que una persona adquiriera el derecho a ser miembro de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (BVP), debe gozar de capacidad financiera y profesional para responsabilizarse frente a sus clientes por el manejo de sus bienes y personalmente por las operaciones que celebren en las sesiones.

En cuanto, al procedimiento para la negociación de los valores en la Bolsa, el mismo se inicia con la apertura de la sesión que se realiza de Lunes a Viernes, en el salón de remates o corro entre las 11:00 a.m. y 12:00 p.m. La negociación comienza con la propuesta de compra o venta que se hace a "VIVA VOZ" y de resultar un interesado en la oferta se establece un acuerdo preliminar de negociación entre los corredores. Acto seguido, se llena una boleta especificando las características del valor negociado, como plazo, interés, emisor, etc., el cual firman ambas partes. Luego, de suscrita la boleta se pregona la transacción

y se registra en los tableros las características del título, para conocimiento de los demás agentes. Posteriormente, se inicia la subasta por el lapso de 20 segundos, para quedar sujeta a puja y repuja. En este lapso de "puja y repuja" los corredores de valores podrán ofrecer un mayor precio de compra o un menor precio de venta por los valores en juego. Pero, si por el contrario no surge ninguna propuesta adicional, la operación se cierra y se finiquita la transacción en los términos convenidos, la cual es revisada y firmada por un funcionario de la Bolsa quien funge como Director del Corro y autoriza su liquidación. Para finalizar la operación el puesto vendedor lleva a la Bolsa de Valores el título vendido y el puesto comprador entrega el dinero, a más tardar 48 horas después de cerrada la negociación en el corro. Y con ello la Bolsa de Valores haga las correspondientes entregas y cada uno de los puestos de bolsa implicados puedan liquidar sus transacciones con sus respectivos clientes.

No obstante, la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (BVP) ha venido señalando la necesidad de actualizar la dinámica como se llevan a cabo las sesiones en el corro. Las cuales deberían contar con un sistema electrónico para llevar las transacciones celebradas de manera automatizada. El cual funciona poniendo las personas las órdenes de compra y venta para que automáticamente se calcen las transacciones al momento que concurren dos interesados. La misma planea implementar pronto este sistema en Panamá, aunque piensa hacerlo alternado con el sistema a "Viva Voz", ya que tiene la ventaja que los corredores de valores se conocen entre sí, lo que permite estar al tanto de la situación del mercado.

4. El inversionista

Los inversionistas son aquellas personas naturales o jurídicas, que cuentan con exceso de capital y que a través de un corredor o una casa de valores optan por invertirlo en la adquisición de valores, con la finalidad de obtener un rendimiento por su inversión.

Éstos desean invertir en opciones atractivas principalmente tomando en consideración los factores de riesgo y rendimiento de la inversión.

II. MODALIDAD COMO OPERA LA DESMATERIALIZACIÓN DE VALORES DEPOSITADOS

A. La Desmaterialización Parcial del Título

Algunos autores cuando hacen alusión al término "desmaterialización parcial del título" o "desmaterialización de la circulación", lo hacen para referirse a la inmovilización de los títulos valores mediante su consignación en manos de un depositario, la cual puede verificarse en diversas modalidades. En la primera el depósito puede consistir en la consignación de valores emitidos en masa y que han nacido jurídicamente representados por medio de un número plural de documentos escritos (títulos valores). En este caso, no hay desaparición absoluta del documento el cual existe materialmente, solamente que se encuentra depositado en una entidad centralizada. O bien en la segunda, puede tratarse de valores de una

misma serie, valor nominal, con idénticos derechos e igualmente representados físicamente, pero que contrariamente son recopilados en una sola emisión denominada macrotítulo. Ante cualquiera de los presupuestos anteriores, el depositario recibe un bien tangible el cual se obliga a custodiar.

Como ya dijéramos el depósito de los títulos valores persigue inmovilizar la circulación física de los documentos de forma temporal o permanente y reemplazar su transferencia por registros electrónicos. Cabe señalar, que como estos bienes tangibles conservan su existencia material y solamente permanecen custodiados por el depositario, el titular del documento conserva el derecho de solicitar su restitución. Pero esta posibilidad de recirculación del documento queda supeditada a recibir del depositario, un bien genérico del mismo emisor, con igual valor nominal y derechos, mas no así el propio título que fue consignado.

1. Características de esta figura

Muy atinadamente algunos autores han calificado la figura de la desmaterialización como un fenómeno "sui generis", puesto que se aparta del concepto tradicional de título valor caracterizado por la legitimación por la posesión, la literalidad, su autonomía y su fin circulatorio; mientras, que cuando se trata de valores inmovilizados no es necesario la posesión para legitimar, no está destinado a la circulación y la transmisión no se perfecciona con la entrega.

Lo que trae como consecuencia el fenómeno expuesto a lo largo del trabajo y que tiene como origen la creciente masificación de los títulos valores en circulación y las operaciones bursátiles que sobre los mismos se celebran, haciendo cada vez más complicado y oneroso la manipulación y transferencia de los derechos. Situación que conlleva a suprimir la tradición de los documentos y propiciar la inmovilización de los títulos emitidos en masa a través de su depósito centralizado. Acarreando que los títulos valores con iguales características adquieran

un tratamiento jurídico distinto al régimen tradicional y características propias que pasamos a analizar.

a. Inamovilidad de los títulos

La inamovilidad de los títulos valores consignados en un depósito especial es un requisito indispensable y una característica particular del sistema para que opere la desmaterialización de la circulación.

b. Consignación como un depósito especial

Este tipo de depósito especial ha configurado las notas básicas de su propio régimen especial, el cual sin duda es una consecuencia directa de la puesta en funcionamiento del sistema de anotación en cuenta el cual es un método que encierra la desmaterialización y la inmovilización de valores. Es decir, que frecuentemente la constitución del depósito especial es derivativo de la operación bursátil sobre títulos valores que se negocian bajo el sistema de compensación y liquidación centralizada.

Las notas básicas con relación al carácter contractual de la relación es que la misma se rige por la voluntad de las partes, debiéndose respetar las normas imperativas, por tratarse de un contrato de naturaleza especial que no corresponde al depósito que trata el Código de Comercio. En cuanto a los sujetos pueden adquirir la calidad de depositante cualquier persona natural o jurídica titular de títulos valores y la de depositario cualquiera entidad autorizada por la autoridad competente para dedicarse a esa actividad. El objeto de la relación jurídica puede ser los títulos valores bursátiles y su constitución se verifica desde el momento que la entidad depositaria recibe los títulos. Sin embargo, la fungibilidad a la que son sometidos los títulos no le permite al depositario adquirir el derecho de propiedad sobre los mismos, por el contrario, se establece la obligación de custodiarlos con absoluta separación de los de su propia cartera y de todos aquellos que posean por cualquier razón. Pero, esta misma fungibilidad también produce el efecto para el depositante, de dejar de

ostentar un derecho de propiedad para convertirse en un "derecho personal o de crédito" hacia el depositario.

A su vez, el elemento administración está presente en este tipo de contratos, donde el depositario asume la obligación de realizar determinados actos de administración en relación con los bienes en custodia. Por consiguiente, *"la custodia que opera para los "DCV" podría catalogarse como una custodia par administrar, muy distinta de la custodia que opera en el depósito simple. Mientras en este último las partes persiguen una finalidad estrictamente de guarda, en la figura del depósito centralizado de valores la custodia no es la principal obligación ni constituye la finalidad última de la operación. El hecho de que en el depósito centralizado se persiga una custodia con administración, vale decir, realizando además de la custodia funciones tales como hacer efectivo los derechos patrimoniales, adelantar redenciones o reinversiones, cobros de dividendos en efectivo o en acciones, intereses y cualquier otro rendimiento que se haya previsto en la ley, muestra inequívocamente las*

diferencias entre la figura típica del depósito, tal como está regulada en el código de comercio, y la del depósito propia de la administración centralizada.”²⁹

“Así las cosas, el depósito que se efectúa en los Depósitos Centralizados de Valores se perfecciona con el endoso en administración y la entrega de los títulos, sin que por ello la sociedad administradora del depósito adquiera la propiedad de los valores.”³⁰

Por último, esta relación subsistirá hasta el momento que el depositante haga uso de su derecho de excluir del sistema de compensación y liquidación una cantidad de títulos igual a la que le corresponde o cuando se incurra en algún presupuesto pactado. Cabe agregar, que la forma ordinaria de ponerle fin a este vínculo se da cuando el depositante ordene al depositario que negocie sus títulos y en tal caso, perfeccionada la venta el sistema de compensación y liquidación debita de la cuenta del depositario este crédito, a pesar que la misma siga en posesión de éstos en concepto de depósito especial, lo que no significa que el

²⁹ **“Síntesis de Conceptos, Depósito Centralizado de Valores”**, página electrónica, <http://www.supervalores.gov.co>, Pág.2

³⁰ Idem, Pág.3

depositante original conserve al derecho a restituirse dichos bienes que desde ese momento pertenecen a otro participante a quien se les adjudica mediante la anotación del crédito en su cuenta.

c. Fungibilidad de los documentos depositados

Como señalamos anteriormente el carácter fungible que impone la Ley a los títulos valores incluidos en los sistemas de depósitos centralizados, implica que los documentos con características genéricas como emisor, clase, derechos y valor nominal, cualquiera sea su numeración lo cual deja de ser el elemento que individualiza cada título respecto de los demás de la misma clase, se consideran fungibles en todo momento incluso al procederse a la liquidación de los contratos bursátiles donde el comprador adquiere la titularidad sobre valores genéricos pero no especificados. Por tanto, la documentación que se extiende por cada adquisición no expresa la numeración de los títulos, mencionando en su lugar una codificación o referencia técnica asignada para la identificación de cada

conjunto de títulos, de cada emisor y clase que detenten materialmente.

d. Carácter fiduciario del depósito

El carácter fiduciario del depósito radica en que el depositario no adquiere la propiedad sobre los títulos sujetos a su custodia. Sino, que los custodia con absoluta separación de los bienes de su propia cartera y de aquellos otros que tenga en su poder por cualquier otra razón; incluso, en el caso de quiebra del depositario los mismos no pueden ser incluidos en la masa del quebrado, como tampoco pueden ser objeto de secuestro, embargo o garantía frente a terceros por deudas del depositario.

3. Mediante la emisión del título global

El título global o el también denominado macrotítulo y en inglés "jumbo certificates", es aquel título representativo de una emisión de valores con características genéricas. Es un certificado integrado

por la totalidad de la emisión o al menos una parte significativa de ella, consolidado en un solo documento para facilitar las transacciones electrónicas. Es decir, en un solo título físico se representan varios valores (acciones, bonos, etc.).

En este caso, la emisión material de cada uno de los valores que representa el macrotítulo no se ha efectuado, pero éste tiene la particularidad que puede ser retirado del sistema mediante su correspondiente expedición por escrito o bien puede ser fragmentado mediante asientos contables, en donde la transferencia de los titulares se hace mediante el traspaso de cuenta a cuenta.

B. La Desmaterialización Total del Título

La autora Fresia Ramírez Villalobos en su publicación "La crisis del papel. La desmaterialización de los títulos valores y la aparición de las anotaciones en cuenta", hace referencia a la tipología de la desmaterialización que hace Lener, quien la clasifica en cinco niveles partiendo de su estado más "lato" hasta llegar a su estado más leve. Otros

autores consideran que en la práctica la naturaleza de la desmaterialización se presenta solamente en tres "modalidades o graduaciones" y cada una de estas modalidades se ubica en "sistemas correctivos o sistemas sustitutivos". "Para algunos son más que modalidades son simples remedios -correctivos y sustitutivos- que el ordenamiento jurídico ha establecido para enfrentar los inconvenientes que representa la materialidad de los títulos valores."³¹ A continuación, pasamos a exponer el desarrollo doctrinal que se ha hecho con relación a las referidas modalidades.

1. Desmaterialización total obligatoria

Este sistema ha sido acogido a través de la experiencia francesa y danesa, en las cuales se da una ruptura total, completa e irreversible del ligamen entre el derecho y el documento, lo que produce un rompimiento radical entre la concepción tradicional de la teoría del título valor y la tendencia actual. Aquí el titular no tiene la opción de elegir conservar el

³¹ GUERRERO, María Fernanda; Loc. Cit. Pág.6.

título, sino que se le compele a desaparecerlo definitivamente y el derecho es representado por medio de una inscripción en cuenta. De acuerdo, con la clasificación de las modalidades en esta oportunidad nos encontramos frente a un sistema sustitutivo, en virtud que nunca ha existido el soporte papel eliminando, por tanto, la función del concepto de incorporación y en cambio lo que subsiste es un "derecho ex título" o lo que la doctrina alemana llama "derecho valor".

2. Desmaterialización total facultativa

Se trata de una forma menor de desmaterialización acogida por Francia, Suiza y España, en este el poseedor del título tiene la facultad de seleccionar entre la introducción al régimen de administración centralizada o conservar su representación física. Si elige someter el título a la central, el título valor se le sustituye por una anotación en cuenta.

4. Desmaterialización de la circulación

En este caso no hay desaparición absoluta del documento, el título existe materialmente y facultativamente el titular puede elegir depositarlo en una central de valores, donde la transferencia del documento no se verifica con la tradición del título en forma real, sino mediante la "circulación escritural o contable". Señala la autora María Fernando Guerrero que "En éste evento se presenta una desincorporación de la circulación del derecho de la circulación del documento, sin desincorporación del derecho del documento. No obstante, ser la figura más difundida, llama poderosamente la atención el hecho de que es un tipo que por sus alcances no se acerca a la verdadera "desmaterialización", por esta razón se le ha calificado como desmaterialización "menor"."³² Y por otro lado, también puede darse que la emisión material de los títulos fragmentados no se haya efectuado, pero éste puede ser retirado del sistema con su correspondiente expedición cuando se trate de títulos múltiples o globales.

³² GUERRERO, María Fernanda; Op. Cit. Pág. 16.

En este evento estamos frente a un sistema correctivo, en vista que el derecho circula no a través de la entrega del documento (traditio), sino por medio de operaciones contables. En este momento *"se presenta una desincorporación entre la circulación del derecho y la del documento, sin desincorporación del derecho del documento"*³³ Este sistema tiende a evitar la manipulación de los títulos físicos inmovilizándolos y suprimiendo su circulación, pero la incorporación permanece como concepto esencial.

5. Inscripción fiduciaria de títulos ante un ente central

Una forma utilizada en la práctica según algunos autores, consistente en la transferencia fiduciaria de los títulos a favor de un ente central o gestor único, es ejecuta sin necesidad del movimiento físico (traditio) y la circulación de los títulos de crédito se reduce a la simple inscripción en cuenta.

³³ Síntesis de Conceptos, **"Depósito Centralizado de Valores"**, página electrónica <http://www.supervalores.gob.co>, Op. Cit., Pág.2.

6. La acción en sentido único

Algunos autores los denominan "desmaterialización impropia", ya que esta modalidad no corresponde a una verdadera desmaterialización. Se trata de la sustitución de los títulos accionarios por un documento o certificado global que representa la totalidad de la participación social del titular, pero no configura un título valor por carecer de vocación circulatoria. Aquí estamos ante una "desmaterialización disfrazada" señalan algunos autores.

C. La Rematerialización de los Valores Anotados en Cuenta

La rematerialización es el mecanismo que se utiliza para revertir los efectos de la desmaterialización. El mismo le da la facultad al titular de solicitar que los títulos valores que originalmente fueron representados físicamente y posteriormente desmaterializados y anotado en cuenta, puedan ser reconvertidos a su estado material. En consecuencia, la rematerialización es el término que se

utiliza para reconvertir en papel los valores anotados en cuenta.

3. En el caso de valores inmovilizados

El depósito especial de los títulos valores no hace perder a los mismos su condición de bienes tangibles a pesar, de fungirse con otros títulos consignados y con características idénticas, por tanto, en todo momento es viable la rematerialización de estos derechos.

4. En el caso de valores desmaterializados

Se prevé que los valores representados inicialmente por escrito y que posteriormente han sido incorporados al sistema de anotación en cuenta, puedan ser rematerializados a solicitud de su titular. A diferencia de los valores cuya representación inicial se constituyó mediante un registro electrónico, no permite que los mismos adquieran la condición de bienes mobiliarios.

III. LA NEGOCIABILIDAD DE LOS VALORES DEPOSITADOS

A. La Intermediación en la Transferencia de Valores

La intermediación al momento de la negociación de valores inmovilizados y desmaterializados en un depósito centralizado (DCV), tal y como lo hemos venido señalando se verifica a través del sistema de "anotación electrónica en cuenta", registrando la transferencia con el asiento de un crédito en la cuenta del adquirente y el correlativo y simultáneo débito en la cuenta del tradente y viceversa. Ahora bien, la masificación en las operaciones bursátiles ha generado una serie de pasos o etapas dentro del ciclo de operaciones de valores y *"en cada una de estas etapas intervienen las distintas organizaciones que interactúan directa o indirectamente con el depósito central de valores (DCV)."* La Asociación de Depósitos Centrales de Valores en América (ACSDA) en mayo de 2000, a través de su Comité de Administración de Riesgos, elaboró un informe relacionado con la "Identificación de Riesgos en los Procesos de Compensación, Liquidación y Depósito de Valores en

América.” En este estudio se señalan cada una de las etapas y el papel que juega el “DCV” en cada una, por lo que en adelante lo utilizaremos como material de referencia.

La primera etapa inicia con la “orden de la operación”, que consiste en la instrucción u orden de compra o de venta que da el inversionista individual o institucional a un agente de bolsa. Esta orden puede ser manifestada por cualquier medio de comunicación (fax, teléfono o electrónicamente). La segunda etapa es la de “ejecución”, en este punto los agentes de bolsa ejecutan la instrucción impartida bien sea por cuenta propia o por cuenta de sus clientes en los mercados bursátiles o extra-bursátiles. Una vez ejecutada la orden se pasa a su “confirmación”, esta fase es sumamente importante puesto que es en donde se “confirma y se afirma” las operaciones institucionales con el fin de verificar o corroborar que los detalles de las transacciones son las correctas. Es decir, que la información que se obtenga en esta etapa es la que incide en las etapas de compensación y liquidación.

Este proceso puede llevarse a cabo electrónicamente a través de un sistema, el cual envía una copia de la operación afirmada a las partes interesadas involucradas en la operación, incluyendo el banco custodio quien liquidará la operación por cuenta del inversionista institucional. En caso de discrepancias, el sistema permite a las contrapartes resolver o ajustar las inexactitudes antes de pasar a su liquidación. Realizado lo anterior pasamos a la etapa de la "comparación", este proceso busca el mismo objetivo que el anterior, confirman y afirman las transacciones entre los agentes de bolsa. La misma puede verificarse en los sistemas electrónicos de comparación de las bolsas o bien puede ocurrir dentro del "DCV". De cualquiera manera, desde el momento que la operación es alimentada a los "DCV" se consideran obligaciones contractuales u "operaciones amarradas". Luego, continuamos con la etapa de compensación y con la etapa de liquidación las cuales analizaremos en un acápite aparte. Y finalizamos, con la etapa de "custodia o depósito" y cuyos servicios como hemos señalado es la salvaguarda de los valores, operar el

sistema de anotación en cuenta, el ejercicio de los derechos patrimoniales, agente de pago y cobro, transferencia y constitución de gravámenes, entre otros.

1. Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles

La compensación y liquidación son las etapas finales del ciclo de operaciones bursátiles y que surgen con ocasión de las transferencias de los valores consignados en los "DCV". Una vez cumplida la fase previa de comparación de las operaciones por parte de los agentes, se deriva la obligatoriedad de cumplir con las operaciones contractuales y en consecuencia, se procede a su compensación. Generalmente este proceso es realizado por los "DCV", pero también pueden intervenir los agentes de bolsa y agentes de compensación como organizaciones participantes del sistema. Por su parte, la etapa de liquidación es la última fase del ciclo en el proceso de traspaso de valores, puesto que con ella se finiquitan las

simultáneas y correlativas obligaciones de transferencia de valores y efectivo.

a. Operatividad del sistema

De acuerdo, con la Asociación de Depósitos Centrales de Valores en América (ACSDA) los modelos de compensación de operaciones identificados por ésta son los siguientes:

“Operación-por-Operación”: en este caso las operaciones celebradas entre las mismas partes contratantes se verifican de manera individual. Por consiguiente, el vendedor está obligado a entregarle valores al comprador y el comprador está obligado a pagar en efectivo el precio al vendedor. Cualquier otra transacción posterior entre las mismas partes y el mismo día, se maneja totalmente independiente de las anteriores.

El “neteo bilateral”: es el caso inverso donde el proceso agrupa todas las transacciones celebradas entre

las mismas contrapartes, con un mismo valor y en mismo día, para obtener un saldo neto reduciendo el número de transacciones a procesar. Aquí "cada participante obtendrá por cada contraparte un saldo neto a entregar o recibir por valores y un saldo neto de efectivo a recibir o pagar." ³⁴

El "neteo bilateral con novación": Es igual al neteo bilateral con la particularidad que "al momento de la compensación se sustituye el contrato original por uno nuevo que identifica una sola obligación neta por valor y una sola de efectivo por cada contraparte."³⁵

El "neteo multilateral": "Este proceso agrupa todas las operaciones realizadas de un participante, con un mismo valor, en un mismo día, para obtener un saldo neto a entregar o recibir por cada valor y un saldo neto de efectivo a recibir o pagar, ya sea a una

³⁴ Asociación de Depósitos Centrales de Valores en América (ACSDA), Comité de Administración de Riesgos, **"Identificación de Riesgos en los Procesos de Compensación, Liquidación y Depósito de Valores en América"**, New York, USA, mayo de 2000.

³⁵ Idem.

contraparte central o "DCV" o a varias contrapartes resultado del neteo de las operaciones. Sin novación, el neteo únicamente reduce el número de instrucciones a liquidar, mientras que las obligaciones permanecen por el bruto de cada operación con las contrapartes originales. No es muy común el neteo multilateral sin novación."³⁶

El "neteo multilateral con novación": "Bajo este esquema las obligaciones contractuales se sustituyen por un solo monto neto diario y con una contraparte central o "DCV", o con las contrapartes que resultaron del proceso de neteo."³⁷

Y finalmente el "sistema de neteo continuo": "Además de netear los saldos diariamente, éste sistema netea saldos de días subsecuentes. Por ello, este esquema requiere del mecanismo de actualización diaria de las posiciones abiertas a precios de mercado ("mark-to-market"). El sistema de neteo continuo implica

³⁶ ³⁶ Asociación de Depósitos Centrales de Valores en América (ACSDA), Op, Cit.

³⁷ Idem.

novación, donde la cámara de compensación se interpone como contraparte central. El papel de contraparte central puede ser asumido por la cámara de compensación en aquellos mercados en los que el depósito de valores y la entidad de compensación están separados, o por el depósito cuando esta separación no existe.”³⁸

Siguiendo con el análisis de las etapas del ciclo de operaciones de valores elaborado por la ACSDA, el proceso de transferencia de valores y efectivo se finiquita con el proceso de liquidación de las “operaciones amarradas”. Lo relevante del sistema de liquidación radica en la duración del ciclo de liquidación denominado “trade date” o “día T”. En un principio el “día T” incluía un plazo de hasta cinco días, pasando luego a cuatro días, hasta quedar reducido al término máximo de tres días (T+3) o menos en la mayoría de los mercados internacionales, pero la meta propuesta actualmente es acortar dicho término a un solo día (T+1). La ACSDA en su informe plantea que “la mayoría del “DCV” realizan los traspasos de valores

³⁸ Asociación de Depósitos Centrales de Valores en América (ACSDA), Op. Cit.

mediante registros en libros, mientras que la liquidación en efectivo, generalmente se lleva a cabo a través de los sistemas nacionales de pago o de una institución bancaria a la que se le haya conferido ésta función. La figura de bancos liquidadores existe en algunos sistemas para facilitar a los participantes, que no tienen acceso al sistema nacional de pagos, a liquidar sus operaciones a través de un banco liquidador con cuenta en el sistema nacional de pagos".³⁹

Otro aspecto importante a destacar en el proceso de liquidación, es la modalidad como se ejecuta la entrega y pago de los valores. Los autores manifiestan que una de las mejores prácticas internacionales para verificar el pago y la entrega, que permita mitigar los riesgos es el esquema de "entrega contra pago" o "delivery versus payment" (DVP) centralizado en una sola entidad de compensación y liquidación. Quedando los modelos de "DVP" sujetos al grado de integración entre los sistemas de transferencia y los sistemas de

³⁹Asociación de Depósitos Centrales de Valores en América (ACSDA), Op. Cit.

pago. Una forma sencilla y clara de definir los "DVP" es aquel método en el que "el dinero y los valores se juntan en el mismo lugar, al mismo tiempo bajo el control de una sola entidad." ⁴⁰

"El Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements-BIS) ha identificado tres modelos básicos para su aplicación:

"Modelo 1: Sistemas que liquidan instrucciones de transferencia tanto de valores como efectivo operación-por operación, con la transferencia final e irrevocable de valores del vendedor al comprador ocurriendo al mismo tiempo que la transferencia final del efectivo.

Modelo 2: Sistemas que liquidan instrucciones de transferencia valores operación-por-operación, con la transferencia final e irrevocable de valores del vendedor al comprador ocurriendo durante el ciclo de procesamiento, pero liquidando las instrucciones de

⁴⁰ "Importancia de las Centrales de Depósitos de Valores como Entidades de la Industria Bursátil", página electrónica <http://www.bolsavalores.com>, Op. Cit.

efectivo en base al neto, con la transferencia final de efectivo del comprador al vendedor ocurriendo al final del ciclo de procesamiento.

Y el Modelo 3: Sistemas que liquidan instrucciones de transferencia tanto de valores como efectivo en base a los resultados netos, con las transferencias finales e irrevocables de valores y efectivo al final del ciclo de procesamiento.” ⁴¹

b. Tenencia indirecta de derechos bursátiles

Como hemos venido señalando, tradicionalmente se requería la posesión física del documento para legitimar al tenedor, así como la presentación del mismo para ejercer o reclamar los derechos incorporados en el título, al igual que la entrega para perfeccionar su transferencia ante los terceros adquirentes. En cambio, la nueva tendencia a la desmaterialización de los títulos valores implica la desaparición o reemplazo

⁴¹ Importancia de las Centrales de Depósitos de Valores como Entidades de la Industria Bursátil”, página electrónica <http://www.bolsavalores.com>, Op. Cit.

del documento físico por un registro electrónico donde se acredita la titularidad y transferencia de los derechos. Por esta razón, con ocasión de la instrumentación del sistema de custodia, compensación y liquidación automatizada de valores, es que en los registros del emisor no se acredita la identidad de los tenedores finales de los valores, sino que los mismos se acreditan a favor de la central de depósito, la cual a su vez los registra bajo la identidad del corredor o casa de valores participante y es finalmente, en los registros del participante donde se acredita individualmente a los tenedores indirectos que son los clientes inversionistas.

Este sistema de registro y tenencia es lo que produjo como resultado la creación y operación del denominado Régimen de Tenencia Indirecta de activos financieros, conocido en inglés como "Indirect Holding Systems", como una consecuencia directa del registro de valores en cuentas de custodia llevadas por los intermediarios. Régimen en el cual el tenedor indirecto es aquella persona, natural o jurídica, que

posee derechos patrimoniales sobre los activos financieros anotados en cuenta, dimanando para sí derechos bursátiles proporcionales al título o derecho que sobre dicho activo financiero tiene el intermediario, con independencia del momento en que el tenedor indirecto o el intermediario hayan adquirido el derecho o el título, respectivamente. En tal sentido, una persona adquiere derechos bursátiles desde el momento en que el intermediario realiza algunos de los siguientes actos: 1. Acredita un activo financiero a favor de dicha persona mediante la anotación en cuenta, 2. Recibe de dicha persona, o de un tercero, un activo financiero y acepta acreditarlo en la cuenta de custodia de dicha persona, o 3. Resulta obligado por otra Ley o reglamento a acreditarlo en su cuenta. Esto es así, aún, cuando el intermediario no haya adquirido a su vez título o derecho sobre el activo financiero o no tenga en dicho momento activos financieros de la misma clase en cantidades suficientes para satisfacer a todos los tenedores indirectos de derechos sobre esa misma clase. Por lo que, se desprende que el registro del activo financiero en la cuenta de custodia del

intermediario, es constitutiva de derechos bursátiles para los tenedores indirectos.

Este régimen de tenencia indirecta tiene como antecedente el "paperwork crunch" que se dio en Estados Unidos a finales de los años sesenta, a raíz de la masificación de transacciones bursátiles que se compensaban y liquidaban en la Bolsa de New York y que alcanzaron la suma de diez millones de operaciones diarias. En la actualidad con el advenimiento del sistema de depósito centralizado, compensación y liquidación mediante registro electrónico, el sistema puede fácilmente manejar a diario un volumen normal de 600 a 1 billón de operaciones bursátiles. Y producto de esto fue que en 1978 se modifica el Código de Comercio de los Estados Unidos, (Uniform Commercial Code), para introducir la figura de la desmaterialización de valores, cuya enmienda consiste en que la titularidad de los valores no se acredita mediante la emisión física del título, sino que se anota en los registros del emisor.

Nuestro derecho define en el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999 el concepto de tenedor indirecto, activos financieros y derecho bursátil, términos que son importantes conceptuar para tener una mayor comprensión del tema. Estos términos se definen de la siguiente manera:

ARTÍCULO 1: definiciones

.....
 " **tenedor indirecto**: es toda persona a quien un intermediario haya reconocido derechos bursátiles sobre activos financieros en una cuenta de custodia mediante anotación en ésta. Las personas a que se refiere el artículo 182 serán tenedores indirectos aun cuando no hayan sido anotados como tales en la cuenta de custodia por el intermediario."

.....
 " **activos financieros**: incluye todo valor, dinero en efectivo y cualquier otro bien mueble que un intermediario mantenga en una cuenta de custodia a favor de una persona, si el intermediario y dicha persona han acordado reconocer dicho bien como un activo financiero sujeto al Título XI de este Decreto-Ley, siempre que dicho bien no haya sido excluido de esta definición por la Comisión."

.....
 " **derecho bursátil**: es el conjunto de derechos personales y reales, incluyendo los derechos de

propiedad y los derechos de prenda, que tenga un tenedor indirecto con respecto a activos financieros de conformidad con el Título XI de este Decreto-Ley." (El resaltado es nuestro)

En este tipo de régimen el intermediario adquiere y conserva los activos financieros a título de fiduciario, pero en beneficio de los tenedores indirectos a los cuales le ha reconocido derechos bursátiles sobre dichos activos. Por consiguiente, no forman parte del activo personal del intermediario y en consecuencia, no podrán ser secuestrados, gravados, ni embargados, ni sujeto a reclamo o acciones por parte de los acreedores del intermediario, ni tampoco forman parte de la masa de bienes del intermediario en un proceso de quiebra, concurso de acreedores, liquidación, reorganización u otro proceso similar, salvo la excepción contemplada en el Artículo 192 del Decreto Ley 1 de 1999.

De la misma forma, el responsable del ejercicio de los derechos patrimoniales sobre los activos

financieros es el intermediario, quien tiene la obligación de tomar las medidas necesarias para percibir los pagos y las distribuciones que haga el emisor sobre dichos bienes, en la forma convenida con el tenedor indirecto o en su defecto, de conformidad con los usos de comercio para que se entienda cumplida esta obligación, quedando responsabilizado ante el tenedor indirecto por las gestiones realizadas en este respecto. En este mismo sentido, el intermediario también tendrá la obligación de ejercer los derechos dimanantes del activo tales como el derecho al voto, según las instrucciones que reciba del tenedor indirecto, entendiéndose por cumplido este mandato cuando hubiere actuado conforme lo pactado con el tenedor indirecto, en su defecto, hubiera realizado las diligencias tendientes a lograr que el tenedor indirecto ejerciera personalmente su derecho, o hubiera actuado conforme a los usos del comercio.

Para concluir, el régimen de tenencia directa se basa en que la transferencia de los valores se verifica mediante dos mecanismos a seguir: la entrega física de

un certificado y/o la correspondiente anotación en los registros del emisor, dependiendo de si se trata de valores al portador o nominativos. En contraposición con el sistema de tenencia indirecta, donde se suprimen los mecanismos mencionados anteriormente y en cambio, la transferencia se verifica con la sola anotación en los registros de la entidad depositaria, seguido de los subsiguientes registro que se verifican a lo largo de la cadena de intermediación y no así en los registros del emisor como se hacía tradicionalmente.

Esta materia está regulada en el Capítulo III, Título XI del Decreto Ley 1 de 1999.

CAPITULO IV
APLICACIÓN EN NUESTRO RÉGIMEN JURÍDICO

I. CONSTITUCIÓN DE VALORES ESCRITURALES

A. Sujetos que Intervienen en este Proceso

Antes de abordar el tema de los valores escriturales a la luz de nuestras disposiciones jurídicas, es oportuno hacer un preámbulo para exponer algunos aspectos generales del Marco Regulatorio del Mercado de Valores, contenido en el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, modificado por la Ley 11 de 30 de enero de 2002 y por la Ley 45 de 4 de junio de 2003, en lo sucesivo referido como el Decreto Ley.

Esta excerta legal cuenta con un ámbito de aplicación territorial por varias razones a mencionar. Por un lado, porque su aplicabilidad va dirigida a todos los agentes que intervienen en la negociación de valores que se surtan en la República o desde ésta. Esta premisa se desprende de lo estipulado en el Artículo 82 del Decreto Ley al señalar que *"Una oferta o venta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá será considerada como una oferta hecha en la República de Panamá independientemente de que hubiese*

sido hecha desde la República de Panamá o desde el extranjero, a menos que la Comisión determine lo contrario. La oferta o venta hecha a personas domiciliadas fuera de la República de Panamá no se considerará como una oferta hecha en la República de Panamá aunque hubiese sido hecha desde la República de Panamá.”

Por otro lado, porque los Artículos 23, 47 y 51 del Decreto Ley les imponen a los intermediarios que negocien valores en Panamá, el requisito de contar con una Licencia expedida por la autoridad reguladora del sector, que en este caso es la Comisión Nacional de Valores, en adelante la Comisión; independientemente que las mismas presten sus servicios o ejerzan el negocio, en relación con valores que estén o no registrados ante este organismo.

Y finalmente, porque en lo referente a los instrumentos del mercado de valores, el Artículo 69 del Decreto Ley establece que los valores que vayan a ser negociados públicamente en plaza, las acciones de

emisores domiciliados en la República que el último día del año fiscal tengan cincuenta o más accionistas domiciliados en Panamá, que sean propietarios efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor (excluyendo las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, directores y dignatarios de éste, para los efectos de dicho cálculo) y los valores listados en una bolsa de valores en Panamá, deberán registrarse en la Comisión. Continúa señalando la norma que los emisores antes descritos, se exceptúan de esta obligación cuando los accionistas que representen el setenta y cinco por ciento o más del capital emitido y en circulación aprueban continuar como una entidad no registrada bajo el amparo del Decreto Ley. De la misma forma, se exceptúan del registro las ofertas y ventas de valores emitidos y garantizados por el Estado, los valores emitidos por organismos internacionales en los que participe el Estado y aquellos otros que la Comisión determine mediante Acuerdo. Por último, se exceptúan los valores colocados de forma privada, los traspasos corporativos y los efectuados a empleados, así como cualquier otra

oferta, venta o transacción en valores que a juicio de la Comisión se deba excluir de este requisito.

Por lo antes expuesto, se desprende que todos los negocios que se surtan en Panamá o desde ella, con la intervención de agentes bursátiles y sobre instrumentos que requieran estar inscritos ante la autoridad reguladora, quedan sujetos a la aplicación de las disposiciones panameñas sobre mercado de valores.

Una vez establecidas las reglas para negociar en el mercado de valores panameño, nos corresponde remitirnos al estudio del Capítulo II, Título XI, del Decreto Ley 1 de 1999, sobre las "Anotaciones en Cuenta de Valores Desmaterializados", en concordancia con el Acuerdo 9 de 17 de julio de 2003, "Por el cual se adoptan reglas generales para la autorización de un Sistema de Compensación y Liquidación en la República de Panamá" y el Acuerdo 11 de 20 de octubre de 2003, Por el cual se modifican los artículos 2, 6, 24, 25 y 26 del Acuerdo 09-2003 expedidos por la Comisión Nacional de Valores, en lo pertinente a la

desmaterialización de valores, aunque dichos Acuerdos empezarán a regir en doce meses contados a partir de su promulgación en la Gaceta Oficial.

1. El emisor

Desde el punto de vista subjetivo, el proceso de desmaterialización de valores comienza con la intervención del emisor como principal actor y gestor. Esto es así, ya que el emisor, en principio, es quien elige la forma de emitir los derechos, bien sea en forma desmaterializada y representada tan solo por medio de anotaciones de conformidad con los parámetros establecidos por el Acuerdo 9-2003 o mediante la emisión de documentos físicos. Decimos que lo es en principio, dado que al adentrarnos en el estudio del Decreto Ley y las disposiciones que lo complementan, se evidencia que la discrecionalidad del emisor en esta materia queda limitada ante al supuesto contemplado en el Artículo 153-A del propio Decreto Ley.

Lo antes señalado, se pone en evidencia al confrontar el Artículo 163 del Decreto Ley que establece que "Los valores negociados en plaza, y las acciones y los valores emitidos por emisores constituidos o formados de conformidad con las leyes de la República de Panamá, podrán ser emitidos en forma desmaterializada y estar representados tan sólo por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo dispuesto en este Capítulo.", salvo lo dispuesto en el Artículo 153-A introducido mediante Ley 42 de 2000, el cual dispone que cuando la oferta o compra o venta de valores se hace a través de bolsa, es indispensable que estén desmaterializado o inmovilizados en una central de valores.

a. Responsabilidades del emisor

Las responsabilidades del emisor surgen desde el momento que los valores son anotados en sus registros o en los registros de su representante autorizado. Y es por la necesidad de imprimir certeza y seguridad jurídica al momento de conocer el alcance y contenido

de los derechos desmaterializados, que el Artículo 64 del Decreto Ley dispone que los registros del emisor o su representante, sean llevados de forma clara y precisa, lo que permita la inequívoca identificación de los derechos dimanantes del mismo, a través de la utilización de medios físicos, mecánicos o electrónicos u otros autorizados por la Comisión. Para garantizar lo antes dicho, la norma prevé que la Comisión podrá dictar disposiciones que regulen la forma y los controles para efectuar las anotaciones con respecto a éstos, cuando se traten de valores sujetos a la aplicación del Decreto Ley. En este sentido, el Artículo 32 del Acuerdo 9-2003 dispone *"En el caso de que el emisor decida por sí mismo o por conducto de un representante que opte por llevar el registro de anotaciones en cuenta deberá hacerlo en la misma forma y cumpliendo los mismos requisitos aplicables a una central de valores."*

En cuanto a la transferencia de los valores, surge entonces para el emisor y su representante la obligación de registrar los traspasos de valores

anotados en cuenta, cuando reciba una instrucción de traspasar. Para que esta instrucción de traspasar sea obligante para el emisor o su representante la misma debe ser válida, entendiéndose por válida cuando cumpla aquellas condiciones que estipula el Artículo 171 del Decreto Ley que expondremos más adelante. Por el contrario, si el emisor o su representante se abstienen de efectuar la inscripción del traspaso, responderán por los daños y perjuicios que resulten de la demora no razonable, o de la omisión o de la negativa a cumplir una orden válida. Con la finalidad, de precisar objetivamente el tiempo razonable para cumplir con la anotación del traspaso, el Decreto Ley le otorga a la Comisión la atribución de fijar este límite de tiempo, con sujeción a los parámetros internacionalmente aceptados.

Para finalizar, con el propósito de reconstruir los asientos contables practicados a nombre de cada titular, el Artículo 38 del Acuerdo 9-2003 establece para el emisor y su representante autorizado el compromiso de conservar por el término de cinco años la

información registrada respecto de valores anotados en cuenta, así como para los intermediarios de conservar por igual término, la información registrada respecto de los derechos bursátiles anotados en cuenta. Compromiso que también es reiterado por el Artículo 20 del Acuerdo 9-2003 cuando señala que *"Las Centrales de Valores, y sus miembros, así como los emisores y sus representantes conservarán durante cinco años la información que permita reconstruir los asientos practicados a nombre de cada titular."*

b. Responsabilidades del representante del emisor

El representante del emisor de acuerdo con el Artículo 174 del Decreto Ley, tiene las mismas obligaciones y las mismas responsabilidades frente al tenedor registrado y frente a terceros, que tendría el propio emisor respecto de las funciones de agente de autenticación o agente de registro o agente de traspaso en relación con la emisión, el traspaso, la redención o la cancelación de valores anotados en cuenta.

La figura del representante autorizado podrá ser sustituida por acuerdo del emisor o por renuncia del propio representante. Cuando la sustitución sea por acuerdo del emisor, la sustitución deberá verificarse dentro de los parámetros establecidos para estos efectos por el propio representante en su reglamento interno o en sus contratos y la designación del representante sustituto por parte del emisor deberá recaer sobre una persona apta para ello, de conformidad con lo establecido en el Artículo 33 del Acuerdo 9-2003. Continúa señalando el Artículo 33, que la efectividad de la sustitución estará condicionada a la entrega al representante sustituto del registro contable gestionado por el representante sustituido, entendiéndose producida tal entrega en el momento que el nuevo representante pueda asumir plenamente la llevanza de los referidos registros y este reemplazo se comunique a la Comisión Nacional de Valores. Así mismo, señala el Artículo 33 en comentario que las mismas reglas se aplicarán para el caso de que el emisor decida llevar directamente la gestión del registro de valores.

De darse la sustitución por renuncia del propio representante, el Artículo 34 del Acuerdo 9-2003 señala que el representante podrá renunciar a su función proponiendo al emisor la designación de otro representante dispuesto a asumir esa función. La sustitución verificada de esta forma, deberá hacerse dentro del mes siguiente a la renuncia y su efectividad quedará condicionada a la entrega del registro contable en los términos del Artículo 34, así lo señala la norma. Los gastos que se originen en este caso correrán por cuenta de la entidad renunciante.

2. El Inversorista

Siguiendo el mismo criterio subjetivo, establecimos que el emisor es el principal interventor, dado que es en principio el gestor del proceso de desmaterialización. En consecuencia, al referirnos al inversionista estamos haciendo alusión al interventor final en la cadena de intermediación de valores anotados en cuenta. Es decir, al tenedor registrado y al tenedor indirecto y no así, a los inversionistas

institucionales quienes adquieren valores y derechos bursátiles, a nombre propio o de un tercero, pero por cuenta de este último.

Por su parte, el Decreto Ley en su Artículo 1, define la figura del tenedor indirecto como *"Toda persona a quien un intermediario haya reconocido derechos bursátiles sobre activos financieros en una cuenta de custodia mediante anotación en ésta. Las personas a que se refiere el artículo 182 serán tenedores indirectos aun cuando no hayan sido anotadas como tales en la cuenta de custodia por el intermediario."* Y por la otra, el Artículo 166 del Decreto Ley señala como titular registrado *"La persona que aparezca anotada en el registro como tenedor registrado se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá ejercer los derechos que le correspondan, y podrá exigir del emisor que realice a su favor las prestaciones a que tenga derecho, sobre los valores representados por medio de anotaciones en cuenta."*

B. De las Anotaciones en Cuenta

Hasta el momento hemos expuesto que los valores se pueden representar a través de la emisión de un documento o a través de anotaciones en cuenta, salvo que la Ley exija la desmaterialización total obligatoria. En esta oportunidad profundizaremos acerca de la forma como opera en Panamá los registros en anotaciones en cuenta, al tenor del Capítulo Segundo, del Acuerdo 9-2003, sobre Gestión del Registro de Anotaciones en Cuenta. El cual inicia por estipular en el Artículo 24, modificado por el Acuerdo 11-2003, que *"Los valores negociados en la plaza podrán estar representados, indistintamente por medio de certificaciones o títulos físicos, por medio de anotaciones en cuenta o por el sistema de tenencia indirecta."*, en los registros del emisor o su representante autorizado, o el intermediario. Ahora bien, como una forma de darle certeza y garantía a este tipo de emisiones, el Artículo 27 de Acuerdo 9-2003 estipula que *"su emisión se formalizará en una escritura pública, o documento en el que conste la*

emisión, en el que se contenga la denominación, número de unidades, valor nominal y demás características integradas en la emisión.”

Respecto, de la información que deben contener las anotaciones en cuenta, el Artículo 28 del Acuerdo 9-2003 establece las siguientes: a) expresión de los datos identificativos de sus titulares, b) identificación de los valores, emisor, serie y clase, y número de valores y de la operación correspondiente, c) así como los derechos reales, gravámenes, d) y demás circunstancias inscribibles que afecten a la situación de los mismos. Al momento de verificarse dicha anotación, el emisor o su representante deberá cumplir con las condiciones que para su registro establece el Artículo 36 del Acuerdo 9-2003 y que son las siguientes:

- a) Que las anotaciones en cuenta se realicen en riguroso orden cronológico de su práctica, en referencia a la liquidación

de la operación que determine su inscripción;

- b) Las entidades deberán cuidar que la anotación se realice de modo que no sea posible su alteración o modificación sin la intervención del personal responsable y encargado de tales anotaciones;
- c) Cuando las anotaciones se lleven en un libro escrito, no podrán hacerse tachaduras, raspaduras o alteraciones posteriores, que carecerán de cualquier valor. En caso de error deberá hacerse constar el error por nota al margen, firmada por persona autorizada para ello por la entidad, que hará referencia a la inscripción aclaratoria del error que se practicará correlativamente en el libro, el día en el que el error se haya advertido.

d) La Comisión Nacional de Valores podrá solicitar la exhibición de los registros de anotaciones en papel o la impresión del registro de anotaciones que se lleve por medios electrónicos y supervisar su llevanza.

En cuanto, a la llevanza de los registros de las anotaciones en cuenta el Acuerdo 9-2003, al igual que el Decreto Ley, reconocen que los mismos pueden ser llevados por el propio emisor o su representante autorizado por medios electrónicos, mecánicos o físicos, siempre que la forma sea clara y precisa que asegure la congruencia del registro, su claridad y precisión, y que permita la inequívoca identificación de los derechos dimanantes del mismo. Los principios rectores de este tipo de anotaciones en los registros contables son el Principio de Prioridad y de Tracto Sucesivo contemplados el Artículo 30 del Acuerdo 9-2003. El Principio de Prioridad pretende que una vez producida cualquier inscripción en los registros contables, no se pueda practicar ninguna otra

inscripción respecto de los mismos valores, que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesto o incompatible con la anterior. Así mismo, se establece que el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo practicarse las operaciones correspondientes según el orden de presentación. Por su parte, el Principio de Tracto Sucesivo pretende que los valores a ser traspasados, así como la constitución, modificación o extinción de derechos reales sobre dichos valores anotados en cuenta se encuentren previamente inscritos a favor del transmitente o disponente, respectivamente, antes de registrar su transmisión a futuros adquirentes.

En cuanto, a la gestión de los registros contables el Artículo 35 del Acuerdo 9-2003 consagra que *"los valores integrados en una emisión reflejará, en todo momento, el saldo de los pertenecientes a cada titular, con los desgloses que sean procedentes. En todo caso, serán objeto de desglose aquellos que estén afectados por derechos reales u otra clase de gravámenes y*

aquellos respecto de los que hayan sido expedidos certificados." Para comprobar estos saldos las entidades encargadas del registro contable, velarán porque en todo momento la suma de los saldos de valores coincida con el número total de valores integrados en cada emisión. A tal efecto, establecerán sistemas internos de control y comprobación los cuales comunicarán a la Comisión antes de su implementación. La Comisión podrá hacer las observaciones que estime necesarias para garantizar la eficacia de tales sistemas, cuyo cumplimiento será obligatorio para la entidad, tal como lo consagra el Artículo 38 del Acuerdo 9-2003.

Por último, en lo que respecta a la reversibilidad de la representación de valores anotados en cuenta, el Artículo 25 del Acuerdo 9-2003, modificado por el Acuerdo 11-2003, prevé la reversibilidad de los valores registrados en la Comisión, *"siempre y cuando el tenedor registrado cumpla con los requisitos previamente establecidos por el emisor en los términos y condiciones de los valores*

o en el Reglamento que éste expida a los efectos de la llevanza del registro de las anotaciones en cuenta, o en el de su representante". Continúa señalando la norma que para hacer esto, los términos y condiciones de los valores o el Reglamento del emisor o su representante, respecto de la llevanza del registro de las anotaciones, en ambos casos, deberán ser sustancialmente similares a las Reglas establecidas por las Centrales de Valores para operar en Panamá, en lo concerniente a las solicitudes de rematerialización o transformación física de títulos anotados en cuenta y al procedimiento con que deben atenderse las mismas.

Ahora bien, si en cambio nos encontramos frente a valores representados inicialmente mediante títulos físicos, el emisor podrá optar por una desmaterialización total facultativa, siempre que cumpla con las condiciones que estipula el Artículo 26 del Acuerdo 9-2003, modificado por el Acuerdo 11-2003 y que podemos resumir de la siguiente manera:

- b) Que el emisor adopte acuerdo mediante acta o resuelto de la Junta Directiva o Asamblea de Accionistas para tales efectos, según corresponda conforme al Pacto Social, o cuando así lo resuelva un emisor cuyos títulos valores hayan sido colocados en oferta pública, para que los mismos sean anotados en cuenta;
- c) Que la decisión corporativa sea publicada mediante anuncio en un diario de circulación nacional por lo menos durante tres días para que los tenedores registrados presenten el documento en el lugar designado por el emisor y una vez presentados se practique la anotación correspondiente en el registro;
- d) Que cuando los valores luego de desmaterializados sigan siendo ofertados públicamente, el emisor presente a la Comisión un Prospecto Informativo

actualizado de conformidad con el Artículo 90 del Decreto Ley, así como actualizar el Informe de Actualización que debe presentar el emisor a la Comisión de conformidad con el Acuerdo 18-2000;

e) Que la transformación se produzca a medida que los títulos sean presentados al emisor, quien está obligado seguidamente a anotarlos a favor de la persona que aparezca como titular;

f) Que el emisor, previa anotación en el registro, proceda a la destrucción de los títulos recogidos, extendiendo el correspondiente documento en el que se haga constar tal circunstancia;

g) Que en aquellos casos en que los títulos no hayan sido destruidos por el emisor, haga figurar visiblemente en los mismos que han quedado anulados;

h) La desmaterialización de títulos de una emisión no afectará los derechos de los tenedores registrados de esa misma clase de valor que no presenten sus títulos para su transformación en anotaciones en cuenta.

Esta desmaterialización de títulos físicos trae consigo la inmovilización de los documentos cuyos valores han sido anotados en cuenta. En consecuencia, al tenor del Artículo 45 del Acuerdo 9-2003, las entidades que las hayan expedido no podrán practicar inscripciones o gravámenes, en tanto no hayan sido restituidos los documentos, salvo que se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones forzosas judiciales o administrativas. Quien tenga registrados derechos de usufructos, prenda u otros gravámenes sobre valores registrados, devolverá la correspondiente certificación tan pronto se le notifique la transmisión de los valores pertinentes, expidiéndosele de inmediato una nueva certificación. Los miembros de una bolsa de

valores se abstendrán de ejecutar las órdenes de venta de valores sobre los cuales les conste que hay certificaciones vigentes, pudiendo ejecutarlas sobre aquellos valores cuya transmisión procede, salvo que medie orden judicial o de otra autoridad competente.

A manera de resumen, los valores desmaterializados se representan mediante su anotación en cuenta en los registros del emisor o su representante; por tanto, su transferencia igualmente se perfecciona con la respectiva anotación en cuenta que haga el emisor, cuando la orden de traspasar sea producto una instrucción válida sujeta a las reglas establecidas por el Decreto Ley 1 de 1999, por el Acuerdo 9-2003 y demás normas que le sean aplicables.

C. Constitución de Valores y Derechos Patrimoniales

De conformidad con los Artículos 164 y 165 del Decreto Ley, se establece que los derechos desmaterializados se constituyen y se extinguen, con la anotación en cuenta que se hace en el registro del

propio emisor o su representante e indicando siempre el alcance y extensión de los derechos patrimoniales, de propiedad y de prenda conferidos y extinguidos. Es con esta anotación que los valores surgen y se extinguen de la vida jurídica.

D. De la Titularidad y Ejercicio de los Derechos Sociales

A diferencia del sistema tradicional donde la posesión del título legitimaba a su tenedor para ejercer o exigir los derechos incorporados en el documento, con el advenimiento de la desmaterialización el titular del valor es aquella persona a cuyo nombre se anota el derecho en los registros del emisor o su representante. Por tanto, el documento físico ha perdido vigencia y no es indispensable para acreditar la titularidad. A este respecto, el Artículo 166 del Decreto Ley señala que *"La persona que aparezca anotada en el registro como tenedor registrado se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá ejercer los derechos que le correspondan, y podrá exigir del emisor que realice a su favor las prestaciones a que tenga*

derecho, sobre los valores representados por medio de anotaciones en cuenta."

En un sistema centralizado de valores el titular legítimo, será la persona a quien el intermediario le reconoce derechos bursátiles sobre activos financieros inscritos en cuentas de custodia, conocido como el tenedor indirecto. En este último supuesto, el ejercicio de los derechos económicos por disposición legal está a cargo del intermediario, quien de acuerdo con el Artículo 187 del Decreto Ley "tendrá la obligación de tomar medidas adecuadas para obtener los pagos y las distribuciones que haga el emisor de un activo financiero." Entendiéndose, que el intermediario ha cumplido con esta obligación "siempre que hubiese actuado en la forma acordada con el tenedor indirecto o que, en ausencia de acuerdo entre las partes, hubiese actuado con diligencia de acuerdo a los usos de comercio generalmente observados en la plaza con el fin de obtener dichos pagos o distribuciones."

No obstante, el intermediario responderá ante el tenedor indirecto por los pagos y las distribuciones que hayan percibido por cuenta de éste último.

De la misma forma, el Artículo 188 del Decreto Ley dispone que corresponde al intermediario ejercer los derechos políticos, quedando obligado a ejercer el derecho al voto, así como todos aquellos otros derechos dimanantes de un activo financiero, de conformidad con las instrucciones impartidas por el tenedor indirecto. Al igual que en el caso anterior, se entenderá que el intermediario ha cumplido con este mandato, siempre que hubiere actuado conforme a las órdenes impartidas por el titular, o a falta de acuerdo hubiese realizado diligencias tendientes a que el tenedor indirecto ejerciera personalmente sus derechos, o hubiese actuando de acuerdo con los usos de plaza a fin de cumplir con las instrucciones del tenedor indirecto.

Ahora bien, hay que tener presente que el Decreto Ley es una norma de reciente data, promulgada con el propósito de contar con una herramienta jurídica

actualizada, que hiciera viable los tecnicismos modernos en materia bursátil. Por esta razón, es oportuno remontarnos a la práctica tradicional, a fin de observar cómo jurídicamente se ha visto afectado el mercado, producto de las incompatibilidades surgidas no sólo por su asimilación, sino, por el resabio de otras normas legales que a pesar de estar vigentes, han tenido que sucumbir ante el imperio de normas posteriores.

A manera de ejemplo y siguiendo con el tema del ejercicio de los derechos sociales, la Ley 32 de 26 de febrero de 1927 Sobre Sociedades Anónimas, señala en su Artículo 36 que la sociedad está obligada a llevar un Registro de Acciones, *"en el que se anotarán, salvo en el caso de acciones emitidas al portador, los nombres de todas las persona que son accionistas de la compañía..."* Así mismo, el Artículo 29 señala que las acciones nominativas serán transferibles en los libros de la sociedad, *"pero en ningún caso la transmisión obligará a la sociedad sino desde su inscripción en el Registro de Acciones."*

De lo antes expuesto, se desprende que bajo el imperio de la Ley de Sociedades Anónimas y el Decreto Ley sobre Mercado de Valores, se sigue el mismo criterio de acreditación registral. Esto se da debido a que en ambos supuestos, los accionistas registrados son los legitimados para votar personalmente o por medio de mandatario en una asamblea de accionistas. Sin embargo, los problemas prácticos surgen cuando se trata de accionistas al portador. Cómo podría, entonces, un accionista al portador acreditar su titularidad en una asamblea, si no puede exhibir un título que lo legitime y más, aún, cuando el Artículo 30 de la Ley 32 señala que *"La cesión de las acciones al portador se verificará por la sola tradición del título."*

Para subsanar estos percances, se ha ideado la expedición de un documento certificando la titularidad para ejercer estos derechos, pero que en ningún momento debe considerarse como un título negociable. La forma, clase y contenido de esta certificación está regulada en el Artículo 42 del Acuerdo 9-2003, que lo denomina

Certificaciones de Legitimación. Este Certificado de Legitimación será emitida por el emisor, su representante o por un intermediario, este documento busca acreditar los derechos que el tenedor registrado ostenta sobre un valor anotado en cuenta o sobre los derechos bursátiles que ostente un tenedor indirecto sobre activos financieros registrados en cuenta de custodia. Además, señala la norma que para todos los propósitos legales este documento prestará mérito ejecutivo y el titular con la exhibición de la certificación quedará legitimado para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados o de los derechos reales limitados o gravámenes constituidos sobre ellos. Esta certificación deberá contener:

a) La identidad del titular de los valores o de los derechos limitados o gravámenes;

a)b) La identificación del emisor, la emisión, la clase, el valor nominal y el número de valores que comprendan, el número de cuenta y la

entidad emisora, su representante, o el intermediario que expida la certificación; y

~~b)~~c) La finalidad para la cual hayan sido expedidos y su plazo de vigencia.

A su vez, se podrán expedir otros certificados donde se acredite:

- a) La existencia de embargos judiciales o administrativos; y
- b) La constitución de prenda o gravámenes, así como cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro.

Las certificaciones también podrán referirse a todos o parte de los valores integrados en cada saldo. En el caso que se refieran tan solo a parte de ellos, en el momento de su expedición se procederá a efectuar el correspondiente desglose en la cuenta del titular

que se mantendrá hasta la restitución de la certificación o hasta que éste haya caducado.

Esta certificación será expedida por la entidad o una persona con poder bastante al efecto de conformidad con los asientos del registro contable y sólo a solicitud del titular de los valores o derechos. Cuando se trate de derechos bursátiles reconocidas sobre activos financieros anotados en cuenta de custodia en una Central de Valores, será ésta a quien le corresponderá expedir el certificado, siempre que así lo prevean las normas de este sistema de liquidación. En ambos casos, la certificación deberá ser expedida antes de que concluya el día hábil siguiente a aquél en que haya tenido lugar la solicitud.

Cabe resaltar, que en nuestro derecho el certificado no confiere más derechos que los relativos exclusivamente a la legitimación, por lo que no podrá ser negociado o cedido y al no constituir por sí un valor, será nulo cualquier acto de disposición que se pretenda hacer valer con dicho documento,

circunstancias que deberán hacerse constar expresamente en la certificación.

Al buscar en Panamá referencias respecto del procedimiento que utilizan las centrales de valores para realizar sus operaciones, encontramos el Reglamento Interno de Operaciones de la Central Latinoamericana de Valores, S.A. (LATIN CLEAR). Este documento adquiere vital importancia para nuestro trabajo como material de apoyo, puesto que LatinClear es la única empresa que presta este servicio en Panamá, razón por la cual se convertirá en el material al cual haremos referencia a lo largo de este Capítulo.

Una vez, establecido la forma de legitimación de los tenedores registrados y los tenedores indirectos, corresponde establecer cómo en la práctica se ejercen los derechos dimanantes de los valores o de los derechos bursátiles. El referido Reglamento el Artículo III, sobre Servicios Prestados por LATIN CLEAR, Sección 3.01, numeral f, estipula que *"LatinClear podrá recibir las notificaciones y*

*documentos que los emisores envíen respecto de valores consignados en LatinClear, tales como convocatorias a reuniones de accionistas, informes anuales y comunicados de prensa, y los entregará, o colaborará con los emisores para que éstos los entreguen, a los Participantes, o a las personas que éstos designen; y entregará a sus Participantes, cuando sea el caso, proxys con poderes de substitución para que éstos o **los tenedores indirectos ulteriores de los valores puedan ejercer sus derechos de voto.**"* (El resaltado es nuestro)

Pero, el propio Reglamento dedica el Artículo XII, de la Sección 12.03, Sobre Notificaciones, Consentimientos y Votos, para regular específicamente la forma de ejercer los derechos políticos frente al emisor. Por considerarla, una norma importante para una mayor comprensión del tema pasamos a citarla.

"SECCION 12.03. Poderes de Voto

LatinClear no ejercerá derechos de voto con respecto a valores que tenga en consignación en Cuentas de Participantes.

Cuando la información o documentación que envíe un emisor de conformidad con la Sección 12.02 de este Reglamento requiera de una autorización, consentimiento o voto de cualquiera otra actuación o decisión por parte del tenedor indirecto ulterior del valor, LatinClear, como tenedor registrado de dicho valor, otorgará, dentro del plazo y en la forma prescritos en los Reglamentos un poder de voto genérico, con facultades de substitución, a favor de cada Participante por la cantidad total de valores que cada uno de dichos Participantes tiene acreditados en sus Cuentas con LatinClear en la fecha de registro establecida para este propósito por el emisor.

LatinClear dará al emisor un detalle de los poderes de voto genéricos que hubiese otorgado a los Participantes, dentro del plazo y en la forma prescritos en los Reglamentos. **Los Participantes que reciban estos poderes de voto genéricos podrán ejercerlos ellos mismos o substituirlos a favor de sus clientes**, de conformidad con lo estipulado en los contratos celebrados entre dichos Participantes y sus clientes; *provisto, sin embargo*, que **si el cliente no ha dado autorización expresa al Participante para ejercer derechos de voto, el Participante deberá substituir dicho poder de voto y enviarlo al cliente y notificar al emisor de la cantidad de poderes que hubiese substituido**, todo ello dentro del plazo y en la forma prescritos por

los Procedimientos de LatinClear. Los intermediarios que reciban substituciones de poderes de voto tendrán las mismas obligaciones de los Participantes establecidas en esta Sección.

Los emisores aceptarán como buenos los poderes de voto y las substituciones de poderes de voto otorgadas por LatinClear, sus Participantes e intermediarios de conformidad con esta Sección."

(El resaltado es nuestro)

E. Fungibilidad de los Valores

El principio general de la fungibilidad de los valores desmaterializados en depósitos centralizados, también fue objeto de regulación por parte del Decreto Ley en su Artículo 167. El mismo dispone que los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, correspondientes a una misma emisión, que tengan la misma característica tienen carácter fungible. Por tanto, el tenedor registrado será el titular de una cantidad determinada de dichos valores y no así de un valor específico. Mientras, que el Artículo 31 del Acuerdo 9-2003 es, aún, más específico

cuando señala que *"En particular, se considerarán fungibles entre sí todas las acciones de una misma clase y serie y los demás valores de un mismo emisor cuyas características, desde el origen o de modo sobrevenido, sean las mismas."* Señala la norma que esto es sin perjuicio de las necesidades de especificación o desglose de valores inscritos derivadas de situaciones especiales, como la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes o la expedición de certificados.

III. TRANSFERENCIA DE VALORES ESCRITURALES

Consideramos, que el aspecto medular del tema de la transferencia de valores anotados en cuenta y derechos sobre dichos valores, se circunscribe al aspecto de la instrucción impartida y la persona de quien provenga dicha instrucción, puntos que se desarrollan en los Artículos 169 al 175 del Decreto Ley y el Artículo 40 del Acuerdo 9-2003, los cuales pasamos a exponer.

A. Presupuestos para el Perfeccionamiento del Traspaso

En el caso que nos ocupa, al no tratarse de títulos cambiarios cuya transferencia se surte con la "traditio"; sino, de valores desmaterializados y anotados en cuenta, el Artículo 161 del Decreto Ley establece que el traspaso se verifica mediante la anotación que se hace del nuevo adquirente en los registros del emisor o su representante, anotación ésta que producirá los mismos efectos que la entrega física de los valores.

Por otro lado, el Artículo 161 también se pronuncia en cuanto al alcance de los derechos transferidos al nuevo tenedor registrado de un valor o de derechos sobre dicho valor. La norma señala que el tenedor ulterior adquiere todos los derechos que sobre ellos tenía el tenedor anterior, desde el momento que se verifica la anotación del traspaso, fecha que se tendrá por cierta para efectos de oponibilidad frente a terceros. No obstante, si el traspaso es limitado los

derechos que adquiere el nuevo tenedor, estarán sujetos a las limitaciones estipuladas en el traspaso.

Ahora bien, para que el emisor quede obligado a registrar un traspaso sobre valores anotados en cuenta, el mismo debe recibir una instrucción de traspaso que cumpla con las condiciones que enuncia el Artículo 171 y que pasamos a citar:

ARTÍCULO 171: obligación del emisor
de anotar traspaso

.....
.....

1. "Que la persona a quien se deba traspasar los valores **califique para ser tenedor de éstos** de conformidad con los términos y las condiciones de emisión de dichos valores.

2. **Que las instrucciones sean dadas por una persona legitimada para darlas o por un mandatario,** apoderado o representante de ésta con facultades expresas y suficientes.

3. Que el emisor, o su representante, **reciba prueba o garantía razonable de que dichas instrucciones son auténticas y han sido debidamente autorizadas.**

4. **Que las instrucciones no violen restricciones al traspaso,** contenidas en los términos y las condiciones de dichos valores.

5. **Que no hubiese entrado en efecto una solicitud de no traspasar dichos valores** según el artículo 172 de este Decreto-Ley; o que no se hubiese obtenido ni la orden judicial, ni la fianza o la garantía, a que se refiere el segundo párrafo del artículo 172 de este Decreto-Ley.

6. **Que el traspaso sea legal** o se haga a una persona en contra de quién no se pueda ejercer una acción de reivindicación por razón del artículo 170 anterior."

.....

(El resaltado es nuestro)

La negativa o renuencia del emisor o su representante en cumplir con una instrucción válida de anotar el traspaso, lo hará responsable por los daños y perjuicios que resulten de la demora no razonable o de la omisión o negativa de cumplir con esta obligación. Para efectos de determinar responsabilidades, el Artículo 171 estipula que la Comisión podrá establecer el límite de tiempo que se considere razonable para

realizar esta operación, el cual será fijado dentro de los parámetros internacionalmente aceptados. A este respecto, el Artículo 40 del Acuerdo 9-2003 que regula la obligación del emisor de anotar el traspaso, se pronuncia en los mismos términos del Artículo 171 antes citado, con la diferencia que el mismo dispone el término de tres días hábiles contados a partir del recibimiento de la orden de traspaso, como el plazo razonable para cumplir con esta obligación, luego del cual podrá surgir responsabilidad civil para el emisor y el representante.

F. El Traspaso Libre de Acciones y Reclamos

Una vez cumplida la instrucción válida de anotar el traspaso, el tenedor registrado que adquiere a título oneroso los valores o derechos sobre dichos valores, lo hace libre de toda acción de reivindicación o cualquier otra mediante la cual un tercero reclame derechos sobre los mismos, si dicha persona adquiere poder de dirección sobre los valores, y no tiene conocimiento de dicho reclamo. Esto sin perjuicio, de

los derechos y acciones que conserva el titular desposeído contra las personas responsables de los actos que lo hayan privado de los valores, tal como lo dispone el Artículo 170 del Decreto Ley.

Corresponde entonces definir cuándo la persona adquirente de valores o derechos sobre los mismos, ostenta "poder de dirección". A este respecto, el Artículo 1 del Decreto Ley dispone que esta acepción tendrá el significado que se le atribuye en el Artículo 162, el cual enumera los casos que definen cuándo estamos en presencia de una persona que ostenta poder de dirección y que son las siguientes:

"Art. 162. (Poder de dirección)

Se considera que una persona ha adquirido o ejerce poder de dirección en los siguientes casos:

1. Con respecto a un valor representado mediante anotación en cuenta, cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias:

a) **Si dicha persona está anotada como tenedor registrado de dicho valor en el registro.**

b) **si el emisor o un representante de éste acuerda cumplir con instrucciones de dicha persona,** en relación con el traspaso, la disposición o el gravamen de dicho valor sin el consentimiento del tenedor registrado.

2. Con respecto a un derecho bursátil sobre un activo financiero, cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias:

a) **Si dicha persona adquiere la calidad de persona legitimada.**

b) **Si el intermediario acuerda cumplir con instrucciones de dicha persona relativas al traspaso,** la disposición o el gravamen de dicho derecho bursátil sobre dicho activo financiero sin el consentimiento del tenedor indirecto.

Si el tenedor indirecto otorga derechos bursátiles sobre activos financieros al intermediario con quien mantiene dichos activos financieros, se entenderá que el intermediario ejerce poder de dirección sobre éstos.

Una persona que cumpla con los requisitos establecidos en los párrafos 1b) y 2b) de este artículo ejercerá poder de dirección sobre los valores y los derechos bursátiles sobre los activos financieros respectivos, aun cuando el tenedor registrado, en el primer caso, o el tenedor indirecto, en el segundo caso se haya reservado ciertos derechos, incluyendo, entre otros, el derecho de sustituir el

valor o el derecho bursátil sobre el activo financiero por otro, el de dar instrucciones al emisor (o al representante de éste que lleve el registro) o al intermediario, según fuese el caso, o el derecho de negociar dicho valor o dicho derecho bursátil sobre el activo financiero.

Un emisor (o el representante de éste que llevó el registro) o un intermediario no podrá celebrar un acuerdo del tipo descrito en los párrafos 1b) y 2b) de este artículo sin el consentimiento expreso del tenedor registrado o del tenedor indirecto, según el caso. Sin embargo, no estará obligado a celebrar dicho contrato aun cuando se lo solicite el tenedor registrado o el tenedor indirecto. El intermediario que haya celebrado dicho acuerdo no estará obligado a divulgar la existencia del mismo a terceras personas, a menos que se lo solicite el tenedor registrado o el tenedor indirecto."

(El resaltado es nuestro)

Del estudio del Artículo antes citado, se desprende otro concepto necesario de abordar para tener una comprensión completa del tema y que consiste en el término "persona legitimada". Al igual que el caso anterior, el Artículo 1 dispone que es toda persona que

cumpla con los requisitos establecidos en el Artículo 160 y que son las siguientes:

Art. 160. (Persona legitimada)

"Se consideran personas legitimadas las siguientes:

1. **El tenedor registrado que aparezca en el registro,** cuando se trate de instrucciones relacionadas con un valor representado mediante anotación en cuenta.

2. **El tenedor indirecto que aparezca en la cuenta de custodia,** cuando se trate de instrucciones relacionadas con derechos bursátiles sobre activos financieros.

También se considerarán personas legitimadas **los herederos, albaceas, tutores, curadores y representantes de las personas a que se refieren los numerales 1 y 2 de este artículo,** en caso de muerte o de incapacidad de éstas, según fuere el caso."

(El resaltado es nuestro)

Aclarados los conceptos, estamos en posición de establecer algunos puntos en cuanto al poder de dirección.

En el caso, de operaciones sobre derechos bursátiles, el poder de dirección se ostenta cuando "dicha persona adquiera la calidad de persona legitimada" o "si el intermediario acuerda cumplir con instrucciones de dicha persona relativas al traspaso, la disposición o el gravamen de dicho derecho bursátil sobre dicho activo financiero sin el consentimiento del tenedor indirecto." Lo antes expuesto visto al amparo de lo consagrado en el Artículo 170 del Decreto Ley, nos permite establecer que un traspaso efectuado con ocasión de una instrucción válida, se convierte en una transacción en firme que surte todos los efectos legales y no admite reivindicación, cuando la persona ostente poder de dirección por encontrarse legitimada o por tratarse de un intermediario, siempre que desconozca la ilicitud de la transferencia.

El mismo criterio es aplicable en el caso del traspaso de valores anotados en cuenta, solo que el poder de dirección se adquiere "si dicha persona está anotada como tenedor registrado o "si el emisor o un representante de éste acuerda cumplir con instrucciones de dicha persona, en relación con el traspaso, la

disposición o el gravamen de dicho valor sin el consentimiento del tenedor registrado.”

Por su parte, el Artículo 160 del Decreto Ley es una norma más abarcadora en lo que respecta a las personas legitimadas, puesto que la misma además de atribuirle esta condición al tenedor registrado y al tenedor indirecto; incluye a “los herederos, albaceas, tutores, curadores y representantes de las personas a que se refieren los numerales 1 y 2 de este artículo, en caso de muerte o de incapacidad de éstas, según fuere el caso.”

G. La Oposición al Traspaso

Establecido en puntos anteriores que el Decreto Ley compele al emisor o a su representante, a ejecutar la instrucción de traspasar un valor anotado en cuenta, cabe mencionar que la única circunstancia que el mismo puede alegar para no cumplir con esta orden, es que ha recibido una solicitud previa de no traspasar. El Artículo 172 del Decreto Ley establece que *“Toda persona legitimada para dar instrucciones en relación*

con un valor representado por medio de anotaciones en cuenta puede requerir a un emisor, o al representante de éste, que no anote el traspaso de dicho valor. Dicha solicitud sólo entrará en efecto una vez que la misma haya sido recibida por el emisor o su representante con tiempo suficiente para poder razonablemente acatar dicha solicitud.” La norma en cuestión, no entra a dilucidar las razones bajo las cuales se puede o debe fundamentarse dicha solicitud, solo requiere para que entre en efecto, que se presente con tiempo suficiente para poder acatar razonablemente la petición.

No obstante, el Artículo 172 a su vez prevé que si la solicitud de no traspasar se formula al emisor o su representante con posterioridad al recibo de la instrucción de traspasar, éste deberá informar a las partes lo siguiente: A) “que se ha recibido una instrucción para traspasar dicho valor, B) que se ha solicitado que dicho valor no sea traspasado y C) que el emisor o su representante no anotará el traspaso dentro del plazo que éste determine (el cual deberá ser razonable dentro de las circunstancias, pero no podrá ser menor de cinco ni mayor de treinta días) para

permitir la obtención de una orden judicial que restrinja el traspaso o el otorgamiento de una fianza o garantía.”

Continúa señalando la norma, que el emisor o su representante podrán anotar el traspaso de dicho valor en base a una instrucción válida, sin incurrir en responsabilidad ante la persona que se opone a su transferencia, luego de vencido el plazo descrito en el párrafo anterior, cuando el solicitante no haya obtenido una orden judicial que restrinja el traspaso o haya afianzado o garantizado en términos o montos satisfactorios para el emisor o su representante, que permita indemnizarlos en caso de demanda o responsabilidad por daños y perjuicios a los que puedan verse expuestos por la negativa de éstos de cumplir con la instrucción válida de traspasar.

D. Del Traspaso Indebido

Por el contrario, si el traspaso de un valor anotado en cuenta se verifica con prescindencia de una

instrucción válida, el emisor o su representante serán responsables por los daños y los perjuicios causados por efectuar el registro a favor de una persona que no tenga derecho a recibirlo. Con el propósito de establecer responsabilidades, el Artículo 173 del Decreto Ley establece los presupuestos para que se configure la anotación indebida, siendo que el mismo se ejecute: 1. **"Con base en instrucciones que no son válidas.** 2. *Luego de que entrara en efecto una solicitud de no traspasar dicho valor según el artículo 172 de este Decreto-Ley, y el emisor o el representante de éste **no hubiese cumplido con sus obligaciones según dicho artículo.*** 3. *Luego de que el emisor o el representante de éste **haya sido notificado de una orden judicial que lo obligue a no traspasar el mencionado valor, siempre que tuviese oportunidad razonable para acatar dicha orden.*** 4. *Por el emisor **actuando como cómplice del actor del traspaso indebido.**"* (El resaltado es nuestro)

El Decreto Ley además de prever la responsabilidad civil derivada del traspaso indebido, busca retrotraer los efectos negativos de la conducta indebida, tratando

de situar al afectado en la posición jurídica que hubiese tenido de no haberse producido el daño, imponiéndole al emisor o su representante la carga de *"adquirir y acreditar un valor de igual clase en el registro a nombre del titular registrado que hubiese sido privado de dicho valor, y deberá pagar a éste todas las sumas y las distribuciones que dicha persona dejó de percibir como resultado de dicho traspaso indebido."*

Incluso, la norma es, aún, más amplia cuando dispone que si éstos no resarcen al afectado en los términos arriba indicados, es decir *"Si el emisor o su representante no acreditase dicho valor, o no pagase dichas sumas o distribuciones, responderá al titular registrado por daños y perjuicios."*

Por último, no se puede culminar el estudio del aspecto relativo a la transferencia de los valores desmaterializados, sin antes abordar la disposición que regula los presupuestos bajo los cuales una instrucción se considera válida y obligante para las partes; mas aún, al observar que de la exposición de los Artículos

antes citados se desprende, que el punto medular a la hora de evaluar la efectividad de un traspaso, se circunscribe al hecho de verificar si la actuación fue ejecutado con apego al cumplimiento de una orden válida. Es por esto, que el Artículo 161 del Decreto Ley establece los casos bajo los cuales se considera válida una instrucción, contenido que pasamos a citar.

Art. 161. (Instrucciones válidas)

“Las instrucciones que se den con respecto a un valor representado mediante anotación en cuenta o derechos bursátiles sobre un activo financiero, según el caso, serán consideradas válidas en cualquiera de los siguientes casos:

1. **Cuando provengan de una persona legitimada.**
2. **Cuando provengan de un mandatario, apoderado o representante** que tenga facultades para traspasar, gravar y en general disponer del valor o del activo financiero en nombre y en representación de la persona legitimada.
3. **Cuando provengan de una persona que haya adquirido poder de dirección** con respecto a dicho valor o dicho activo financiero según los párrafos 1b) y 2b) del artículo 162.

4. Cuando la persona legitimada haya ratificado dichas instrucciones o esté impedida por ley para solicitar su invalidación.

Las instrucciones que con respecto a un valor representado mediante anotación en cuenta o un activo financiero dé un mandatario, un apoderado o un representante serán tomadas como válidas para los propósitos de este artículo aun cuando dicha persona se hubiese excedido en sus facultades y sus poderes. Mientras un valor representado mediante anotación en cuenta o un activo financiero conste en el registro a favor de una persona en su capacidad de mandatario, apoderado o representante, las instrucciones dadas por dicha persona serán validas aun cuando ésta hubiese cesado en su cargo."

(El resaltado es nuestro)

Tal como lo hemos venido sosteniendo, el Decreto Ley busca imprimir un estado de seguridad jurídica a las operaciones que se surtan respecto de valores desmaterializados. Por esta razón, el Decreto Ley considera que una instrucción fue impartida válidamente cuando provenga de una persona legitimada, o por un mandatario, apoderado o representante debidamente

autorizado, incluso, a pesar que éste haya excedido sus facultades y aún después de cesado su cargo cuando aparezca como tenedor registrado de un valor o un activo financiero. Y por último, cuando se trate de una persona que haya adquirido poder de dirección, o cuando la persona legitimada haya ratificado dicha instrucción.

E. De las Declaraciones de Garantía

Siguiendo con el criterio arriba planteado, el Artículo 175 del Decreto Ley también nos sirve para fundamentar la tan alegada seguridad jurídica. Esto obedece a que esta excerta legal no sólo garantiza a los emisores y sus representantes que las operaciones bursátiles se surten de forma legítima y confiable. Imponiendo responsabilidades a quienes incurran en operaciones con desapego a la Ley. Sino, que busca garantizar a los adquirentes, que la persona que instruye una orden asegura que los traspasos se ejecutan producto de una instrucción válida proveniente de una persona legitimada o autorizada, que el valor ha

sido legítimamente emitido y es válido, que no existe acción de reivindicación y que la persona que adquiere tiene derecho a adquirir.

Para una mayor comprensión procedemos a citar el Artículo 175 en cuestión, que es del tenor siguiente:

Art. 175. (Declaraciones y garantías)

“Toda persona que da una instrucción para traspasar a título oneroso un valor representado por medio de anotaciones en cuenta declara y garantiza a la persona que adquiere dicho valor lo siguiente:

1. Que la instrucción la da, una persona legitimada; o si la da un mandatario, un apoderado o un representante, que éste tiene facultades expresas Y suficientes para dar dicha instrucción.
2. Que el valor ha sido debidamente emitido y es válido.
3. Que no existe acción de reivindicación ni otra acción similar mediante la cual se reclamen derechos sobre el valor.
4. Que al momento en que la instrucción le es entregada al emisor o a su representante [A] la persona que adquiere dicho valor tiene derecho a que se anote el traspaso a su favor, [B] el

traspaso se anotará libre de toda prenda, gravamen, restricción o reclamo, salvo aquéllos que hayan sido identificados en las instrucciones de traspaso, [C] el traspaso no violará ninguna restricción de traspaso a la que esté sujeto dicho valor y [D] el traspaso solicitado será válido y legal.

Toda persona que da una instrucción para traspasar un valor representado por medio de anotaciones en cuenta declara y garantiza al emisor de dicho valor, y a su representante lo siguiente:

1. Que las instrucciones son válidas.

2. Que al momento en que la instrucción le es entregada al emisor o a su representante, la persona que adquiere dicho valor tiene derecho a que se anote el traspaso a su favor."

III. PRINCIPALES IMPLICACIONES JURÍDICAS DE LA DESMATERIALIZACIÓN

A. Con Relación a la Pérdida y Reposición de los Títulos

Una de las principales ventajas argumentadas por los propulsores del sistema de desmaterialización de valores, es la eliminación de los riesgos inherentes a

la circulación de los títulos como son la pérdida, sustracción o destrucción de los documentos. Con la introducción del sistema de desmaterialización, los valores se emiten, traspasan, extinguen y se gravan de manera electrónica mediante una simple anotación en cuenta, superándose con ello estos y otros riesgos que conllevan dicha operación.

Desde antes de implementarse este sistema, nuestro ordenamiento jurídico consagra dos vías legales para decretar la reposición de los títulos, los cuales permanecerán válidos y eficaces mientras existan títulos físicos. Uno de ellos, es accionar la vía jurisdiccional conforme lo consagra el Código de Comercio, en su Capítulo II, Título XVII, Libro I, Sobre la Ineficacia y Reposición de los Títulos de Crédito Mercantil. El Artículo 961 del Código de Comercio, señala que *"Las letras de cambio, acciones, obligaciones y demás títulos mercantiles, transferibles por endoso, que hayan sido destruidos, perdidos o robados podrán anularse judicialmente a petición del dueño respectivo justificando su derecho y el hecho que motiva la solicitud."* De igual forma, el Artículo 962

del Código de Comercio establece que "El dueño de un título de crédito desposeído por cualquier motivo, podrá acudir ante el juez competente del lugar en que deba verificarse el pago del título, o ante el del domicilio de la sociedad o persona que hubiere emitido la acción u obligación para impedir que se pague a tercera persona el capital, los intereses o dividendos vencidos o por vencer, así como también para evitar que se transfiera a otro la propiedad del título." Y los Artículos subsiguientes establecen, que la denuncia hecha paraliza los efectos ordinarios del título a favor del actual tenedor, si lo hubiere, y lo sustrae del comercio una vez publicado los edictos. Mientras, que la otra vía consiste en la realización de un simple acto administrativo a lo interno de la sociedad, conforme lo estipula la Ley de Sociedades Anónimas.

Esta posición además de ampararse en las normas aplicables, encontró sustento legal en una Jurisprudencia del Tribunal Superior de Justicia, Ramo Civil, respecto del proceso sumario seguido entre Corporación Larasan, S.A. -Vs- Banco Germano Americano, S.A. El fallo consiste en que el Tribunal determinó

que en el evento de la pérdida, destrucción o robo de las acciones al portador, su anulación y reposición no sólo es factible mediante un acto jurisdiccional conforme lo consagra el Artículo 961 del Código de Comercio, sino, que también el Artículo 33 de la Ley 32 de 1927, faculta, sin recurrir a la vía jurisdiccional, para emitir nuevos certificados de acciones en reemplazo de los que hayan sido destruidos, perdidos o hurtados, siendo ambas alternativas jurídicamente viables.

Por todo lo esgrimido, concluimos que en el caso de la desmaterialización total, no hay cabida para que opere exactamente una acción por pérdida y reposición de títulos valores, sino de "derechos-valores". En este caso tendría aplicabilidad todos los presupuestos señalados para el documento electrónico y el intercambio electrónico de datos, lo que podría dar en todo caso un proceso de reincorporación señala la doctrina. Y en el caso, de la desmaterialización de la circulación (inmovilización), se ha previsto una reglamentación especial dirigida a establecer procedimientos más expeditos que permitan cumplir con

los principios de agilidad y seguridad que exige el mercado. Por tanto, en un derecho tan "sui generis" como este, no tendrían aplicación los mecanismos tradicionales.

B. Con relación al Ejercicio del Derecho de Prenda

El fenómeno que se produce respecto de la figura del depósito especial analizado en puntos anteriores, ocurre de forma similar con la constitución de la Prenda. Se entiende por prenda aquel contrato por medio del cual el deudor o un tercero en nombre de aquél, otorga un derecho real al acreedor y por lo cual una cosa mueble se constituye en garantía de la obligación principal, entregándose al acreedor la posesión del objeto y el derecho para enajenarlo en caso de incumplimiento, con la finalidad de resarcirse del producto de la venta. Los presupuestos que configuran la prenda simple y que son relevantes, para efecto de evidenciar su transmutación a lo que se denomina prenda especial como consecuencia de la desmaterialización, es que la misma consiste en la

entrega de una cosa mueble, por tanto corpórea, al acreedor. Al encontrarnos, frente a derechos representados por medio de anotaciones en registros electrónicos o tecnológicos, surgen nuevas modalidades para el perfeccionamiento de este tipo de contratos. Al respecto, el Artículo 176 del Decreto Ley dispone que *“La prenda quedará perfeccionada y será oponible a terceros desde el momento en que el acreedor prendario adquiera poder de dirección sobre los valores representados mediante anotaciones en cuenta, y el emisor o el representante de éste haga la anotación correspondiente en el registro. La prenda tendrá fecha cierta desde su perfeccionamiento, sin requerir autenticación notarial.”*

Por su parte, el Artículo 41 del Acuerdo 9-2002 que regula el aspecto de la inscripción de prenda y otros gravámenes, consagra que los derechos de prenda y otros gravámenes sobre valores anotados en cuenta se constituyen con su anotación en los registros correspondientes y el mismo será oponible a terceros desde el momento en que se practicó dicha anotación. Con dicha inscripción el emisor o su representante

deberán desglosar los valores sujetos a prenda y otros gravámenes y facilitar al titular registrado el ejercicio de los demás derechos dimanantes del mismo.

Para conocer en la práctica cómo opera el servicio que prestan las centrales de valores, en cuanto a la constitución de gravámenes prendarios sobre valores o derechos desmaterializados, consultamos el Reglamento Interno de Operaciones de la Central Latinoamericana de Valores, S.A. (LATIN CLEAR). Este Reglamento señala que la constitución, ejecución y liberación de prenda, es un servicio que presta LatinClear a los Participantes. En tal sentido, "*LatinClear podrá, a solicitud de Participantes, hacer anotaciones para constituir prendas a favor de prendaahabientes sobre las cuentas de custodia y/o los valores consignados en LatinClear, y podrá hacer anotaciones para ejecutar y liberar dichas prendas.*", de acuerdo con lo establecido en el numeral c), Sección 3.01 del Artículo III del Reglamento. No obstante, el Reglamento regula en forma más amplia el procedimiento de constitución y liberación de prenda, en un apartado especial contenido en el Artículo IX, del cual citaremos aquellas normas

que consideramos más relevantes para el punto en cuestión.

En cuanto al derecho de prenda la Sección 9.01 dispone que *"Cuando un valor es Traspasado a una Cuenta de Prenda, el prendaahabiente adquiere un derecho de prenda sobre dicho valor de conformidad con el artículo 194 de la Ley, este Reglamento y los términos y condiciones del contrato de prenda respectivo, **pero la propiedad de dicho valor continúa siendo del Participante que hubiese constituido dicha prenda.**"* (El resaltado es nuestro).

Hasta este momento y al igual como sucede con la prenda tradicional, el acreedor adquiere un derecho real de prenda sobre la cosa otorgada en garantía, más no así la propiedad. La diferencia radica en que el acreedor prendario de valores o derechos desmaterializados, no adquiere la tenencia del bien, sino que ostenta un derecho de prenda inscrito a su favor, en el registro del intermediario denominado "Cuenta de Prenda".

Con la constitución de la prenda el acreedor prendario, en este caso el prendaahabiente, adquiere derecho para ejercer poder de dirección sobre los valores traspasados a la Cuenta de Prenda, tal como lo dispone la Sección 9.02 del Reglamento que señala:

"SECCION 9.02. Poder de Dirección

Mediante el Traspaso de un valor a una Cuenta de Prenda, LatinClear acuerda cumplir con las instrucciones que le dé el prendaahabiente relativas al Traspaso de dicho valor, sin requerir del consentimiento del Participante que constituyó la prenda, por lo que se considerará que el prendaahabiente ha adquirido y ejerce, desde dicho momento, "poder de dirección" de conformidad con el artículo 162(2)(b) de la Ley."

Sin embargo, dado que el derecho que tiene el prendaahabiente es una mera expectativa, que se convertirá en un derecho adquirido en el momento que el deudor incumpla la obligación principal que le dio origen, el Participante conserva los derechos económicos y políticos inherentes al valor de que se

trate, hasta tanto no se ejecute la prenda. Por consiguiente, retiene para sí el derecho de recibir todos los pagos o distribuciones de capital, dividendos, intereses u otra naturaleza que haga el emisor del valor, así como el derecho a recibir las notificaciones que haga el emisor, ejercer el derecho al voto y demás derechos correlativos, excepto el derecho a solicitar el traspaso. Así lo dispone la Sección 9.03 y 9.04 del Reglamento que enuncian lo siguiente:

"SECCION 9.03. Derecho de Recibir Pagos y Distribuciones

El Participante que constituye una prenda sobre un valor mediante el Traspaso de dicho valor a una Cuenta de Prenda de un prendahabiente retendrá el derecho de recibir todos los pagos o distribuciones de capital, dividendos, intereses u otra naturaleza que haga el emisor de dicho valor, mientras el prendahabiente no le presente a LatinClear una notificación al respecto en forma y contenido aceptables a LatinClear, en cuyo momento el prendahabiente adquirirá el derecho de recibir todos los pagos y distribuciones respecto de dichos valores."

SECCION 9.04. Notificaciones y Ejercicio de Derechos

"El Participante que constituye una prenda sobre un valor mediante el Traspaso de dicho valor a una Cuenta de Prenda de un prendahabiente retendrá el derecho de recibir las notificaciones que envíe el emisor a los tenedores del valor y a ejercer sus derechos como tenedor del mismo, incluyendo a ejercer el derecho a voto, de ser el caso, pero no podrá ejercer un derecho que conlleve el Traspaso del valor."

Por último, de acuerdo con la Sección 9.06 del Reglamento, se establece que "Para liberar o dar por terminada la prenda, el prendahabiente instruirá a LatinClear a Traspasar el valor a la Cuenta correspondiente del Participante que hubiese constituido la prenda. Hecho dicho Traspaso terminará el derecho bursátil de prenda que tenía el prendahabiente."

Y finalmente, de darse la ejecución de la prenda las partes perderán y adquirirán la propiedad sobre derechos bursátiles, respectivamente, en los términos

dispuestos en la Sección 9.07 del Reglamento, que es del tenor siguiente:

“SECCION 9.07. Ejecución de la Prenda

La prenda será ejecutada mediante instrucciones de Traspaso que dé el prendaahabiente a LatinClear. Ejecutada la prenda, el Participante a quien se hubiese traspasado el valor como resultado de la ejecución de la prenda, adquirirá un derecho bursátil de propiedad con respecto de dicho valor y el Participante que constituyó originalmente la prenda perderá todo derecho bursátil de propiedad sobre el mismo.”

C. Con relación a la Práctica de Medidas Cautelares

Las medidas cautelares son acciones precautorias o asegurativas, de la cual se puede servir todo demandante para evitar que su pretensión judicial resulte ilusoria en sus resultados, buscando privar al propietario de un bien, del derecho de disfrute y disposición del mismo, evitando que realice cualquier acto de simulación o fraude en perjuicio del acreedor.

La medida cautelar por excelencia es el secuestro y la misma se concreta con el depósito judicial que se hace de los bienes secuestrados, a efecto de ponerlo fuera del comercio. Cuando el bien cautelado recae sobre títulos valores, derechos u otros bienes muebles propiedad del cautelado, que estén en manos de un tercero, el numeral 4 del Artículo 526 del Código Judicial, dispone que *"el depósito se entiende constituido cuando la orden judicial es entregada a dicho tercero, el cual queda de inmediato constituido en depositario judicial del bien o bienes respectivos, con las responsabilidades de la ley. En el caso de secuestro de dinero, valores o títulos al portador, o bonos del Estado, el Juez ordenará que se remita al Banco Nacional de Panamá, salvo que se encuentre depositado en alguna entidad bancaria en cuyo caso ésta quedará constituida en depositaria"*

Sin embargo, las normas procesales al igual que otras disposiciones han tenido que adecuar su normativa, a fin de lograr que las exigencias "técnico-jurídicas" de este nuevo sistema, sean consistentes con el marco legal vigente. Esto se evidencia, con la

modificación que hizo la Ley 11 del 22 de enero de 1998, Por la cual se regula el almacenamiento tecnológico de documentos y se adoptan otras disposiciones, al segundo párrafo del Artículo 860 del Código Judicial que quedó de la siguiente manera:

Artículo 860

“Si el juez o la parte contraria lo solicitare, deberá ser exhibido el documento original, **siempre y cuando éste no haya sido almacenado tecnológicamente conforme a la ley.**”

(El resaltado es nuestro)

De lo anterior, se desprende que el Juez reconoce igual valor a las reproducciones de documento originales almacenados tecnológicamente, cuando los mismos no puedan ser exhibidos físicamente. Es decir, que reconoce plena validez y efectos jurídicos a los valores o derechos anotados en cuenta. Lo que nos lleva a sostener, que una orden judicial de secuestro, también podría hacerse válidamente efectiva sobre valores o derechos inmovilizados o desmaterializados electrónicamente, con la notificación de esta medida al

custodio, quien se convertiría en el depositario judicial. Por tanto, a la luz de la norma antes citada, se pone de manifiesto que no es impedimento practicar el secuestro de valores intangibles, que no tengan una representación material.

Al consultar una vez más el Reglamento Interno de Operaciones de LatinClear, encontramos que en la Sección 14.06, del Artículo XIV sobre Disposiciones Generales, LatinClear se compromete al acatamiento de aquellas órdenes impartidas por la autoridad competente, que implique la adopción de una medida de secuestro o embargo. Esto es así al establecer que *"Nada de lo contemplado en este Reglamento obligará a LatinClear o al Custodio a consignar, traspasar, dar en prenda o retirar un valor o derecho bursátil, o hacer un pago o efectuar una transacción, en violación de una orden de no traspasar o de una orden de secuestro, embargo u otra orden judicial o de otra autoridad competente, incluyendo la Comisión u otras autoridades administrativas, que tenga jurisdicción sobre LatinClear, el Custodio, el Participante o el valor. LatinClear podrá crear cuentas o sub-cuentas para*

propósitos de segregación de valores que estén afectos a órdenes del tipo de la que trata esta Sección.”

Para concluir, consideramos que el único elemento diferenciador al momento de practicar una medida cautelar sobre títulos valores o sobre valores desmaterializados, radica que en el primer supuesto por la particularidad corpórea de los bienes, el secuestro se constituye desde el momento que el depositario judicial custodia físicamente los documentos. En cambio, en el caso de los valores desmaterializados, ante la falta de una representación física de los valores, el depósito judicial se constituye con la anotación que hace el emisor o su representante en sus registros. Y en cualquiera de los casos, el depositario judicial responde legalmente por la custodia de los bienes, sean éstos corpóreos o escriturales. En el aspecto que ambos guardan similitud, es en cuanto a las facultades del Juez, las formalidades del proceso, la caución, el embargo y demás aspectos relevantes del proceso, cuyas normas sustantivas y adjetivas son aplicables por analogía.

CONCLUSIONES

1. Ha sido la doctrina quien se ha encargado de elaborar un concepto de título valor, identificando tres definiciones a saber. Por un lado, la doctrina inglesa en donde *"se destaca que el título valor (negotiable instrument) contiene >>una promesa de pago, exigible por cualquier poseedor de buena fe, al que no podrán oponerse excepciones personales derivadas del anterior poseedor>>."* En la doctrina italiana *"destaca por su valor descriptivo la definición de ASQUINI, en cuya opinión, título valor (titolo di credito) es >> el documento de un derecho literal destinado a la circulación, capaz de atribuir de modo autónomo la titularidad del derecho al propietario del documento>>."* Y en la doctrina española GARRIGUES lo define diciendo que *>> título valor es un documento sobre un derecho privado, cuyo ejercicio y cuya transmisión están condicionados a la posesión del documento>>."*

2. La teoría tradicional de título valor tuvo como origen la función económica desarrollada en el

comercio de la época. Por un lado, facilitaba la circulación de los derechos superando los inconvenientes que representaba la cesión de derechos como medio de transferencia y por otro lado, significó una fuente de recursos monetarios.

3. Para que un documento cumpla la condición de título valor, debe reunir los elementos existenciales de incorporación, literalidad, autonomía, legitimación, circulación, formalidad y promesa unilateral.

4. Entre los principales títulos valores del mercado de valores tenemos: los títulos accionarios o de renta variable representados por las acciones societarias; los títulos de deuda o de renta fija representados principalmente por los bonos; el pagaré bursátil en el cual el emisor reconoce una deuda y se compromete a pagarla incondicionalmente en una fecha específica al tenedor; el papel comercial extrabursátil que se diferencia del anterior por el hecho que el financiamiento

proviene directamente del intermediario y no del inversionista; y por último, la aceptación bancaria que generalmente se acredita por medio de una letra de cambio emitida por una empresa privada a favor de un tercero, misma que es aceptada por un banco quien honra o hace bueno el compromiso asumido de pagar irrevocablemente a los terceros, en la fecha de vencimiento del instrumento.

5. Las ventajas que originaron los títulos valores estuvieron en que permitió la libre circulación de los derechos en forma segura y expedita lo que impulsó el comercio de ese tiempo y al prescindirse de las formalidades de la cesión de crédito se convirtió en un mecanismo idóneo para adquirir derechos.
6. En tiempos modernos los mercados internacionales compiten en la captación de recursos de capital, producto del crecimiento acelerado de las operaciones bursátiles. Estos han descubierto que

para ser competitivos hay que brindar un servicio óptimo de acuerdo con las demandas del mercado actual y para lograrlo hay que eliminar aquellos obstáculos que impiden que las operaciones se perfeccionen de forma rápida, segura y eficiente.

7. Estos niveles de competitividad y eficiencia se pretenden alcanzar con la implementación de la denominada desmaterialización de los títulos valores. La misma consiste en suprimir la emisión físicas de los valores, reemplazándolos por un sistema de registros electrónicos, por medio del cual se constituyen y se extinguen los valores y derechos patrimoniales. Esta "crisis del papel" ha traído consigo el apartamiento de la teoría tradicional de los títulos valores, lo que ha generado inconsistencia en algunos ordenamientos jurídicos al momento de su implementación.
8. Las ventajas que le atribuyen los concededores a este sistema, para el titular de un derecho anotado en cuenta es la seguridad de minimizar los

riesgos de la manipulación de los documentos como son el robo, falsificación o adulteración del documento. En cuanto, a la agilización en el perfeccionamiento de las transacciones, su inmovilización implica el traspaso de la titularidad con un registro electrónico y en tiempo real, que elimina la necesidad de remitir los documentos al emisor para su reemisión y entrega al nuevo titular. A su vez, representa un bajo costo de emisión al eliminar los gastos administrativos que involucra el manejo de documentos como ahorro de papel, reducción de inventario y archivo.

9. Entre las características más significativas del sistema de desmaterialización tenemos la desaparición física del documento como un medio para representar derechos, en sustitución el reconocimiento se acredita a través de un sistema de anotación en cuenta asistido por medios electrónicos, haciendo obsoleto el sistema de respaldo mediante la emisión de un documento.

Entendiéndose como titular de los derechos al tenedor registrado. En cambio cuando se trate de valores desmaterializados en cuentas de custodia llevadas por centrales de valores, opera un régimen especial de registro y tenencia denominado régimen de tenencia indirecta de activos financieros. En el cual el titular de un valor desmaterializado es el tenedor indirecto, siendo la persona a quien el intermediario le reconoce derechos bursátiles sobre activos financieros.

10. A su vez, la desmaterialización puede ser total o parcial, además de facultativa u obligatoria, atendiendo al grado de supresión física al momento de representar los valores y a la discrecionalidad del emisor para optar por uno u otro mecanismo de representación. Es otras palabras, la desmaterialización es total y obligatoria cuando hay una ruptura total, completa e irreversible del ligamen entre el derecho y el documento. Aquí el titular no tiene la opción de elegir conservar el título, sino que se le compele a desaparecerlo

definitivamente y el derecho es representado por medio de una inscripción en cuenta. Cuando nos referimos a la desmaterialización total facultativa se trata de una forma menor de desmaterialización. En este caso, el poseedor del título tiene la facultad de seleccionar entre la introducción al régimen de administración centralizada o conservar su representación física. Si elige someter el título a la central, el título valor se le sustituye por una anotación en cuenta. Y en la desmaterialización parcial o en la circulación, no hay desaparición absoluta del documento, el título existe materialmente y facultativamente el titular puede elegir depositarlo en una central de valores, donde la transferencia del documento no se verifica con la tradición del título en forma real, sino mediante la anotación en cuenta. Lo que se busca con ello es evitar su circulación física.

11. En el supuesto de la desmaterialización parcial, la misma se verifica a través de la inmovilización

de los documentos mediante un depósito especial con carácter fiduciario, en el cual se fungen todos los títulos con igual características genéricas (emisor, clase, derechos, valor nominal), generándose para el titular un derecho de crédito, pero sin que el depositario adquiriera la titularidad.

12. Por su parte, la rematerialización es el mecanismo que se utiliza para revertir los efectos de la desmaterialización. En el caso de los valores que nacen desmaterializados no se prevé esta posibilidad, a menos que la desmaterialización hubiese sido posterior a su emisión en papel. En el caso de los valores inmovilizados si es viable su rematerialización.

13. Otra característica del sistema es que la emisión del título se reemplaza por anotaciones en los registros contables del emisor o su representante. A pesar, que la innovación del sistema consiste en la utilización de los medios electrónicos, nuestro

derecho permite que se puedan llevar por medios físicos u otros autorizados por la Comisión Nacional de Valores.

14. También, se caracteriza por prescindir de la entrega del documento para adquirir derechos reales, eliminando la circulación como un requisito de transferencia.
15. Por último, al romper la desmaterialización con el concepto tradicional de título valor, que lo considera como una cosa mueble y tangible, hace que al desaparecer el soporte físico el mismo devenga en una cosa intangible.
16. En cuanto a la representación de los valores desmaterializados, en nuestra legislación el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, dispone en su Artículo 163, que *"Los valores negociados en plaza, y las acciones y los valores emitidos por emisores constituidos o formados de conformidad con las leyes de la República de Panamá, podrán*

ser emitidos en forma desmaterializada y estar representados tan sólo por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo dispuesto en este Capítulo.” Y el Artículo 164 prevé que “Las anotaciones en cuenta se harán en un registro que podrá ser llevado por medios físicos, mecánicos o electrónicos u otros autorizados por la Comisión.” Y así mismo, su transferencia tendrá lugar con la anotación que haga en los registros del emisor o su representante, produciendo los mismos efectos que la “traditio”.

17. Los principios registrales aplicables consisten en el Principio de legitimación, el cual presume exacto y válido lo inscrito. El principio de Tracto Sucesivo donde la inscripción de la transmisión del valor precisa la previa inscripción a favor del transmitente y el Principio de Fe Pública el cual da certeza y seguridad a las transacciones que registra.

18. En cuanto a las bondades del sistema existen opiniones encontradas en cuanto a sus ventajas, ya que hay quienes advierten su pronto fracaso debido a que los procesos de manipulación de los títulos no pueden quedar únicamente a merced de los sistemas electrónicos.

19. La problemática planteada por la doctrina señala que la desmaterialización implica aspectos técnicos que producen un impacto jurídico y que no podemos dejar sin resolver.

20. En lo que respecta, sostienen los autores que el mercado bursátil completa o parcialmente informatizado, se expone a fraudes informáticos o lo que se ha denominado "correo negro". Como información manipulada, extraviada y generadas en tiempo incorrecto. Así mismo, puede presentarse lo que se llama una "desviación legal" que surge cuando una obligatoriedad no está claramente definida en los acuerdos comerciales. Lo que puede conllevar a errores de origen técnico,

externo y humanos que pueden estar en un momento dado fuera de control. Y en esos casos, no se ha definido quién asume el costo de haber procesado la orden. A su vez, por el volumen de información económica confidencial que se maneja, puede darse lo que se conoce como "comportamientos irregulares" que comúnmente se relaciona con el uso fraudulento de información privilegiada, situación que se encuentra prohibida en nuestra legislación.

21. La contratación entre ausentes en lo relativo a la forma como se expresa el consentimiento para el perfeccionamiento de los contratos; como se prueba este acuerdo de voluntades; la oferta y su aceptación; y el lugar de perfeccionamiento de los contratos son algunos de los aspectos técnicos relevantes que se hace necesario regular. Al respecto, nuestro Código de Comercio, en el Artículo 203, prevé validamente la contratación entre ausentes y a su vez, contamos con la Ley 43

de 31 de julio de 2001 que regula el comercio electrónico.

22. En lo relativo al documento electrónico, la doctrina tiene un criterio unificado en cuanto a dos puntos importantes. Por un lado, que los derechos no estén representados en papel, no significa que las ideas o los pensamientos no puedan estar representados por un documento electrónico con soporte técnico, asistido del uso de la computadora como instrumento para su creación, conservación y cancelación, que incluso, necesita de la red de terminales para hacer viable su transmisión. Por el otro, en cuanto al valor probatorio de los documentos electrónicos, se requiere imprimirle a los mismos seguridad jurídica en lo referente a la identidad de las partes, el origen y el contenido de la información que resguardan.

23. Con la utilización de los sistemas electrónicos ha quedado en desuso el concepto de firma manuscrita,

para darle paso a la incorporación de los conceptos de firma digital, código de acceso o cifras de control como instrumentos de identificación de los participantes, los cuales son válidamente aceptables por nuestra legislación.

24. Con el objetivo que todos hablemos el mismo idioma, lo que redundará en beneficio de los agentes y en la consolidación de un régimen común, se hace indispensable que exista una unificación terminológica normalizada, en cuanto a los conceptos que deben emplearse para lograr una definición exacta de una operación de transferencia electrónica de datos aceptada por todos.

25. En lo respecta a los aspectos legales, la doctrina ha calificado al fenómeno de la desmaterialización como "Sui Generis", en vista que su creación ha sido producto del avance tecnológico que ha

incidido en lo jurídico y no una elaboración eminentemente legal.

26. En cuanto a la parte probatoria, algunos autores consideran que se debe dotar a los operadores del sistema de cierto poder para dar fe sobre los valores que manejan y sobre sus circunstancias de toda clase, atribuyéndoles a esas declaraciones fuerza probatoria o de autenticidad.
27. Se requiere que los países llenen los vacíos legales a la hora de regular la utilización de los mecanismos electrónicos, informáticos y digitales a medida que la necesidad lo requiera. Y mientras esta regulación concluya la inexistencia o insuficiencia jurídica quedará sujeta a los acuerdos contractuales y a los usos bursátiles.
28. Cuando se trata de derechos desmaterializados no tienen vigencia los procedimientos tradicionales de reposición de los títulos valores. Por el contrario, si de lo que se trata es de valores inmovilizados, el título subsiste como un

documento, aunque carente de circulación debido a que está custodiado y depositado, lo que conlleva que en el caso de pérdida, robo o deterioro deba cumplirse con su reposición.

29. Algunos autores sostienen que es necesario una regulación, ya que han analizado los contratos-tipo que utilizan las centrales de custodia, compensación y liquidación para el intercambio electrónico de datos y que suponen la existencia de contratos de adhesión donde los intervinientes muchas veces tienen que aceptar cláusulas abusivas o exonerativas de responsabilidad colocando en desventaja a una de las partes contratantes.

30. Un problema que ha encontrado cierta dificultad de solución es la naturaleza del contrato entre el depositante y el depositario y consecuentemente la naturaleza del derecho que tenga el depositante sobre sus títulos en depósito y/o frente al depositario. Mientras que para la inmovilización de los títulos puede darse la figura del depósito

y en algunos casos un contrato mixto de depósito-mandato, en la desmaterialización total el contrato sería de mandato debido a que realmente no existe entrega material de la cosa objeto de contrato.

31. Remontándonos a nuestro mercado, corresponderá a Latin Clear, S.A., como único operador de una central de valores, hacer esfuerzos conjuntos con las autoridades panameñas, a fin de buscar los mecanismos que permitan superar la problemática planteada por la doctrina, en cuanto a aquellos aspectos técnicos y legales relevantes y que por el momento carezcan de un soporte legal.

32. Y finalmente, a pesar que contamos con una ley moderna sobre mercados de valores, la misma no ha sido reglamentada por el Estado y así mismo por lo novedoso del tema tampoco contamos con jurisprudencia aplicable.

RECOMENDACIONES

1. Nuestras recomendaciones respecto al tema de la desmaterialización de títulos valores, van orientadas hacia los aspectos prácticos, legales y de regulación del mercado, por considerarlos puntos críticos o sensitivos que frente a un manejo ineficiente, pueden hacer cuestionable la conveniencia de su implementación y por consiguiente, afectar el normal y tan promovido desarrollo de la actividad bursátil.

2. Debemos tener presente que la figura de la desmaterialización de títulos valores es un fenómeno mundial del cual no podemos escapar y que por lo tanto tenemos que incorporar en nuestras legislaciones. Puesto, que el mismo se aparta de los conceptos tradicionales que han sido normados, recomendamos que al momento de ser incorporados en los ordenamientos jurídicos, se hagan esfuerzos por llenar los vacíos legales y crear los fundamentos jurídicos, que consoliden y lo hagan consistente con nuestro ordenamiento jurídico.

3. Consideramos que el derecho debe proteger a la parte débil de la relación, por tanto, no debe dejar exclusivamente al acuerdo entre partes aquellos aspectos que nos se encuentran normados y que pueden poner en desventaja a una de ellas frente a cláusulas abusivas o exonerativas de responsabilidad.
4. Que al ser la desmaterialización un fenómeno con características tecnológicas que evoluciona constantemente, nos parece que el derecho también debe ser dinámico en cuanto a su regulación.
5. Igualmente consideramos que por tratarse de un sistema novedoso y de muy reciente incorporación en nuestra legislación, se hace necesario que el ente regulador del mercado de valores ejerza un rol efectivo de regulación, control y fiscalización, que permita garantizar que el

negocio de valores en Panamá se desarrolle en un mercado en competencia.

6. Concebida la desmaterialización como un instrumento de funcionabilidad de las centrales de valores, creemos que se hace indispensable ejercer controles que garanticen a los inversionistas los principios de seguridad jurídica y eficiencia en los servicios que prestan y las operaciones que procesan, más, aún, teniendo presente que en Panamá únicamente opera una central de valores (Latin Clear, S.A.), quedando supeditado este servicio a un sólo agente.

7. En la actualidad el noventa y cinco (95%) de los títulos valores se encuentran desmaterializados, sin embargo, consideramos que Latin Clear, S.A., debe hacer esfuerzos por lograr que esa desmaterialización alcance el cien por ciento (100%).

8. Para lograr este cometido, consideramos que Latin Clear, S.A., y la Comisión Nacional de Valores (CNV), deben reunir esfuerzos por promover la difusión del tema, a través seminarios y conferencias que capaciten acerca de su funcionamiento, ventajas y demás aspectos relevantes, no solo para los participantes del sistema, sino, a niveles de otros profesionales como abogados y financistas, quienes también intermedian accidental o regularmente en la actividad bursátil.

9. Sugerimos que esta capacitación se haga extensiva a la administración de justicia, para que cuando le corresponda a los Tribunales ventilar procesos en los cuales este tema tenga inherencia, los magistrados y jueces estén en capacidad de emitir fallos conforme a derecho.

10. Que una vez alcanzada eficazmente la desaparición física de todos los títulos, desaparezca el concepto de documento como mecanismo para generar derechos y contraer obligaciones.

11. No obstante, a pesar de la conveniencia que según la doctrina representa este nuevo sistema "técnico-jurídico" para la actividad bursátil, no hay que perder de vista que el mercado bursátil completa o parcialmente informatizado, no está exento de que se presenten fraudes informáticos o lo que se ha denominado "correo negro". Por tanto, para evitar irregularidades al momento de procesar instrucciones, ejecutar transacciones y manejar información, Latin Clear, S.A., deberá contar con sistemas de seguridad confiables que garanticen la legitimidad de las operaciones.

BIBLIOGRAFÍA

OBRAS Y PUBLICACIONES

Asociación de Depósitos Centrales de Valores en América (ACSDA), Comité de Administración de Riesgos, "Identificación de Riesgos en los Procesos de Compensación, Liquidación y Depósito de Valores en América", New York, USA, mayo de 2000.

ASTUDILLA URSÚA, Pedro, Los Títulos de Crédito, Parte General, Editorial Porrúa, México.

BROSETA PONT, Manuel, Manual de Derecho Mercantil, novena edición, Editorial Tecnos, S.A., Madrid, 1991.

DÁVALOS MEJÍA, Carlos Felipe, Títulos y Contratos de Crédito, Quiebra, Título de Crédito, tomo I, segunda edición, Editorial Harla, México, 1992.

Folleto "¿Qué es la Bolsa de Valores de Panamá?", publicado por la Bolsa de Valores de Panamá.

GUERRERO, María Fernanda, " El Mercado de Valores Desmaterializados (Aspectos técnico-legales).

ZUNZUNEGUI, Fernando, Derecho del Mercado Financiero, Editorial Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, SA, Madrid, 1997.

DIRECCIONES ELECTRÓNICAS

BADELL, GRAU & DE GRAZIA, Despacho de Abogados, "La Desmaterialización en los Títulos Valores, página electrónica <http://www.badellgrau.com>

Bolsa de Valores Nacionales, S.A., "Caja de Valores", página electrónica, <http://www.bvnsa.com>

Bolsa Nacional de Valores, S.A., "Valores y otros Mecanismos de Inversión", página electrónica www.bnv.co.cr/faq/ask1.asp

"Importancia de las Centrales de Depósitos de Valores como Entidades de la Industria Bursátil", página electrónica <http://www.bolsavalores.com>

MENDOZA LUNA, Amílcar Adolfo, "Desmaterialización de Valores Mobiliarios. Algunas Reflexiones a Propósito de la Ley de Títulos Valores", página electrónica <http://publicaciones.derecho.org>

"Síntesis de Conceptos, Depósito Centralizado de Valores", página electrónica, <http://www.supervalores.gov.co>, Pág.2

DISPOSICIONES LEGALES

la Ley 32 de 26 de febrero de 1927, Sobre Sociedades Anónimas.

Decreto Ley 5 de 2 de julio de 1997, Por la cual se modifican y se adicionan algunos artículos del Código de Comercio con el objeto de modernizar algunas de sus Instituciones, se modifica la Ley 1 de 1984 sobre Fideicomisos, y se dictan otras disposiciones.

Ley 11 del 22 de enero de 1998, Por la cual se regula el almacenamiento tecnológico de documentos y se adoptan otras disposiciones.

Decreto Ejecutivo 34 de 6 de abril de 1998, Por el cual se establecen las reglas de presentación de los registros de contabilidad y estados financieros.

El Decreto 230 de 3 de septiembre de 1998, Por medio del cual se crea el departamento de tecnología en el Registro Público, y se reglamenta el almacenamiento tecnológico de documentos en el sistema de imágenes en el medio óptico, y/o magnético, y se dictan otras disposiciones.

El Decreto Ejecutivo 57 de 19 de mayo de 1999, Por medio de la cual se reglamenta la Ley 11 de 22 de enero de 1998 que regula el almacenamiento tecnológico de documentos y se desarrollan las pautas a seguir por las oficinas estatales y municipales, entidades autónomas, semiautónomas, así como de las personas naturales y jurídicas del sector privado.

La Resolución 6 de 9 de junio de 1999, Por medio de la cual se establece que las personas naturales o jurídicas interesadas en prestar servicios a terceros relacionados con el almacenamiento tecnológico, deberán solicitar inscripción en el Departamento Tecnológico del Registro Público.

Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá.

Ley 41 de 2 de octubre de 2000, Que adiciona el Capítulo VI denominado Blanqueo de Capitales, al Título XII, y el Título XIII, denominado Disposiciones Finales, al Libro II del Código Penal y se dictan otras disposiciones.

Ley 42 de 2 de octubre de 2000, Que establece medidas para la Prevención del Delito de Blanqueo de Capitales.

Ley 43 de 31 de julio de 2001, por medio de la cual se define y regula los documentos y firmas electrónicas, las entidades de certificación en el comercio electrónico y el intercambio de documentos electrónicos.

Ley 45 de 4 de junio de 2003, Que adiciona el Capítulo VII, denominado Delitos Financieros, al Título XII del

Libro Segundo del Código Penal, modificado artículos de los Códigos Penal y Judicial y del Decreto Ley 1 de 1999 y dicta otra disposición.

Acuerdo No.9-2003, de 17 de julio de 2003 de la Comisión Nacional de Valores, Por el cual se adoptan reglas generales para la autorización de un Sistema de Compensación y Liquidación en la República de Panamá.

Acuerdo No.07-2003, de 4 de julio de 2003 de la Comisión Nacional de Valores, Por el cual se reglamentan las Organizaciones Autorreguladas.

Acuerdo No.11-2003, de 20 de octubre de 2003 de la Comisión Nacional de Valores, Por el cual se modifican los artículos 2,6,24,25 y 26 del Acuerdo No.9-2003 de 17 de julio de 2003, por el cual se adoptan reglas generales para la autorización de un Sistema de Compensación y Liquidación en la República de Panamá.

D. CÓDIGOS

Código de Comercio de Panamá

Código Judicial de Panamá