

Capítulo I

Sistemas de representación y tenencia de valores

D. Francisco Garcimartín

Catedrático de Derecho Internacional Privado de la Universidad Autónoma de Madrid

1. Forma de representación de los valores negociables
 - 1.1. Representación cartular vs representación contable
 - 1.2. Títulos nominativos vs títulos al portador
 - 1.3. Breve descripción individual de cada país
2. Estructuras registrales y de anotaciones contables
 - 2.1. Consideraciones generales y resultado del estudio
 - 2.2. Breve descripción individual de cada país
3. Tratamiento jurídico: titularidad y circulación de los valores
 - 3.1. Consideraciones generales
 - 3.2. Resultado del estudio
 - 3.3. Breve descripción individual de cada país

I. Forma de representación de los valores negociables

El estudio de los regímenes registrales en el ámbito de los valores negociables debe comenzar necesariamente por la forma en que dichos valores se representan. Esta forma determina, directa o indirectamente, la propia existencia y estructura de los registros. En particular, hay dos aspectos relevantes: la forma cartular o contable de representación de los valores, y su naturaleza nominativa o al portador.

I.1. Representación cartular vs representación contable

Durante muchos años, los valores negociables se “incorporaban” –mediante una ficción global- a un título o documento físico (el título-valor) y circulaban conforme a las reglas generales de los bienes tangibles: en particular, el principio de tradición y el principio de adquisición a *non domino*. La transmisión de valores negociable exigía la entrega física del título (tradición) y los adquirentes se beneficiaban de las reglas de protección del tráfico: el adquirente de buena fe queda protegido *erga omnes*. Todo se articulaba sobre la publicidad posesoria permitida por la incorporación: quien poseía físicamente el título se le presumía dueño, tanto del documento físico como del valor a él incorporado. Además, la incorporación del valor negociable al título tenía otras ventajas como facilitar la legitimación en el plano del ejercicio de los derechos.

A partir de la segunda mitad del pasado siglo, y por causa de la llamada “crisis del papel” o *paper crunch* -la masificación y el volumen de negocios resulta inconciliable con el

movimiento físico de los títulos-, la forma de representación de los valores evolucionó hacia sistemas “desmaterializados”. Los valores, en particular cuando se negocian en mercados organizados, han dejado de estar representados mediante títulos físicos y han pasado a representarse mediante anotaciones en cuenta. Todos los países con mercados de valores mínimamente desarrollados han seguido este camino. Sin embargo, las soluciones sobre las que descansa la representación contable del valor varían notablemente de unos países a otros. A los efectos de este trabajo, las diferencias más relevantes atañen al grado de “desincorporación” de los títulos-valor.

En unos países se ha mantenido el sistema de representación cartular, pero acompañado de una *inmovilización* de los títulos. Los títulos, que suelen reducirse a un título o certificado global, se inmovilizan en las cajas de una entidad que actúa como central de depósito, y es en esta entidad donde se asientan contablemente las transmisiones de derechos sobre esos títulos. Se “desincorpora”, así, la circulación de los valores. Ésta se produce por cargos y abonos contables o registrales, que no reflejan más que transferencias de derechos sobre el título físico. En otros países, como España o Francia, se ha optado por una *desmaterialización* completa de los valores. Los títulos físicos dejan de existir y, por consiguiente, se “desincorpora” tanto la transmisión como la propia constitución del valor negociable. El soporte cartular se sustituye íntegramente por simples anotaciones contables o registrales¹. Se suele emplear el concepto de valores representados por *anotaciones en cuenta* o *escriturales* para referirse a esta forma de representación. No cabe duda de que la tendencia mundial es hacia un sistema de desmaterialización completa, donde (i) la constitución de los valores negociables, (ii) su transmisión y (iii) la legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de los mismos se construya sobre la anotación contable.

En relación a este aspecto, la situación en los mercados iberoamericanos no es uniforme, ni muestra el mismo grado de evolución. El nivel de desmaterialización varía notablemente de unos países a otros, aunque en la mayoría se ha adoptado un sistema de representación contable, en particular, cuando se trata de instrumentos de deuda pública o de valores cotizados en mercados regulados. Un grupo importante de países permite a los emisores optar por la representación cartular o por la representación contable, si bien, en el caso de la primera, los valores –sean individuales o globales (macrotítulo)- quedan depositados en una central de depósito, y a partir de ahí las titularidades circulan mediante anotaciones contables (con más o menos variaciones, se orientan hacia este modelo países como Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, España, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Portugal, Uruguay, Perú u Honduras). Dentro de éstos, hay países donde el sistema de desmaterialización completa está generalizado –e incluso es imperativo por

¹ V., en general, C. PAZ-ARES, “La desincorporación de los títulos-valor”, *R.D.M.*, 219 (1996), pp. 7 y ss., y en “La desincorporación de los títulos-valor (el marco conceptual de las anotaciones en cuenta)”, en *El nuevo mercado de valores*, Madrid, 1995, pp. 81 y ss.; A. RECALDE, “La desmaterialización de los valores privados en España (el sistema de anotaciones en cuenta)” en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*. T. III, 1995, pp. 3093 y ss., y más recientemente, el estudio de A. SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, *R.D.M.V.*, I (2007), pp. 3 y ss., y en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, 2008, pp. 725 y ss.

ley- para las sociedades cotizadas (Bolivia, Brasil, Colombia, El Salvador, España, Perú o Nicaragua, por ejemplo). No obstante, aún hay países donde se mantiene los títulos físicos como única forma de representación permitida (México) o como forma predominante (por ejemplo, Paraguay).

Por otro lado, incluso en aquellos países que han mantenido una representación cartular, no existe tampoco uniformidad en cuanto a la existencia de un derecho de los inversores a solicitar un título-valor individual. Hay, no obstante, cierta tendencia a la supresión de este derecho, bien por ley o por disposiciones en los términos y condiciones de la emisión o, incluso, por renuncia de los inversores. Ello sin perjuicio, naturalmente, de la posibilidad de obtener “certificados de depósito” como “prueba” de la titularidad, que incluso puede ser objeto de embargo o prenda.

Teniendo en cuenta esa diversidad de soluciones, cuando se trata de valores negociados en mercados organizados, parece recomendable y posible una mayor armonización orientada hacia un sistema de desmaterialización completa, por los costes y riesgos de custodia física que lleva aparejados cualquier tipo de emisión de títulos físicos, incluso aunque sean macro-títulos. La emisión de macro-títulos, cuyo destino inmediato es permanecer depositados en las cajas de una entidad financiera, plantea notables problemas jurídicos (pues los inversores no tienen ya la posesión del título sino una cuota-parte de los derechos como depositantes) e incrementa los riesgos de custodia y manipulación sin ofrecer ventajas significativas (*vid.* IOSCO, *Principles for financial market infrastructure*, nºs 10 y 11: “*The safekeeping and transferring of securities in physical form, however, creates additional risks and costs...*”, *Ibid.*, p. 69). Debe ser suficiente con documentar la emisión en una escritura de emisión o figura equivalente (que no tiene la condición de título-valor), donde conste la información necesaria para identificar los valores, sus características y condiciones. Este documento deberá registrarse en la central de depósito correspondiente y/o en las entidades supervisoras. Y a partir de aquí, es recomendable que tanto la creación, como la circulación de los valores o el ejercicio de los derechos derivados de ellos se articulen sobre anotaciones contables o registrales. La titularidad deriva de la inscripción registral. El problema que entonces se nos plantea, y que analizaremos más adelante, es identificar qué entidad o entidades son las encargadas de llevar ese registro o soporte contable.

1.2. Títulos nominativos vs títulos al portador

Tradicionalmente, los títulos-valor se calificaban en dos grandes grupos: los nominativos y al portador. En el caso de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, sin embargo, no tiene mucho sentido mantener la distinción entre valores nominativos y al portador: los títulos son *nominales* en la medida en que la anotación contable debe constar a nombre de algún titular. El problema que se plantea es algo distinto. Lo relevante no es tanto el carácter de nominativos o al portador, cuanto otras tres cuestiones vecinas: (i) la obligación del emisor de llevar su propio registro de accionistas, cuando se trata de renta variable; (ii) si el emisor lleva dicho registro, la solución de los posibles desajus-

tes entre el registro de la central de depósito (CSD) y el registro del emisor; y (iii), si el emisor no lleva un registro, la posibilidad que tiene de conocer la identidad de sus accionistas.

También en este punto las soluciones varían notablemente entre los países iberoamericanos e incluso, en bastante de ellos, el marco legal aplicable a estas cuestiones no es absolutamente claro. Hay países donde el emisor sigue teniendo el derecho o incluso el deber de llevar su propio libro-registro, mientras que en otros países el registro lo lleva una central de valores o sus entidades participantes, o incluso hay países donde el emisor puede escoger entre llevar él mismo el registro o delegar esta tarea en la central de depósito (por ejemplo, Argentina aunque en la inmensa mayoría de los emisores el registro lo lleva la central de depósito o caja de valores). En los casos de dualidad de registros –emisor y central de valores- no hay, en todas las jurisdicciones que contemplan esta posibilidad, reglas claras y precisas sobre cuál de los dos prevalece si hay discordancias (en el caso de Argentina no hay posibilidad de discordancia, ya que el registro en la emisora o en la Caja de Valores es excluyente). Incluso en aquellos países en los que el emisor no lleva su propio registro, hay importantes diferencias en cuanto a la forma o momento de comunicación de las titularidades sobre los valores desde la central de valores al emisor.

Teniendo en cuenta la evolución internacional, sería recomendable introducir un marco legal sólido y exento de incertidumbres sobre estas cuestiones. Este marco debería arrancar de dos principios. Por un lado, en la medida en que nos encontramos ante valores cotizados, la solución más eficiente es atribuir la llevanza del registro a la central de depósito de valores (CSD) o a una entidad de registro directamente conectada a aquella. Esto es, ha de evitarse la dualidad de registros. Ello reduce los riesgos de desfases o desajustes entre la liquidación de las operaciones y la actualización registral. Esta central se convierte, además, en garante de la integridad de la emisión, i.e. previene la inflación de títulos pues certifica registralmente que frente al emisor no haya más títulos que los ahí registrados. Por otro lado, esto no debe impedir, más bien al contrario, la posibilidad del emisor de llevar su propio registro o de tener acceso a la identidad de sus accionistas.

Por razones de transparencia y de buen gobierno corporativo, en general, hay cierta tendencia a permitir que los emisores puedan tener acceso a dicha información. Por ello, sería también aconsejable la introducción de reglas claras y precisas sobre (i) si -y bajo qué condiciones- los emisores pueden tener acceso a los datos sobre sus accionistas, (ii) en quién recae la obligación de desvelar esa identidad y (iii) con qué consecuencias. En los casos en los que el emisor lleva su propio registro, también resulta necesario despejar cualquier duda sobre qué registro prevalece en caso de discrepancia, el del propio emisor o el de la central de depósito, siendo claramente aconsejable que el relevante a efectos legítimos, i.e. para ejercitar frente al emisor los derechos derivados de los valores, o de titularidad real, i.e. para oponer a terceros los derechos de propiedad sobre los valores y, en particular, a los efectos del proceso de compensación y liquidación, sea este segundo, i.e. el registro de la central de depósito o CSD. El registro del emisor debe cumplir una función meramente informativa, no legitimatoria.

1.3. Descripción individual de cada país

Sobre este aspecto, la situación individual de cada jurisdicción puede resumirse así:

- **Argentina.** En Argentina los valores pueden estar representados tanto mediante títulos físicos (llamados “cartulares”) como mediante anotaciones en cuenta (*book-entry* o “escriturales”), a elección del emisor. Además, se pueden emitir valores representados en Certificados Globales (o “*Jumbo Certificates*”), que se depositan en la CSD y luego se desmaterializan en anotaciones en cuenta. La Caja de Valores (CV), que es el depositario central, y el depositante llevarán los registros necesarios para que en todo momento puedan individualizarse los derechos de cada depositante y comitente. En el caso de valores representados por anotaciones en cuenta o “escriturales”, la ley prevé que el propio emisor lleve el registro de los valores emitidos, aunque puede delegar tal función en determinados sujetos; en caso que elija a la CV como Agente de Registro, los valores se emiten mediante instrucciones impartidas por el emisor a la CV. Los valores representados por anotaciones en cuenta quedan depositados en la CV, manteniendo la característica de copropiedad con los de igual clase y emisor. Los títulos físicos representan menos del 0,5 %; el resto es todo por anotación en cuenta.
- **Bolivia.** La representación de los valores es a través de títulos físicos, tanto títulos globales como individuales, y mediante anotaciones en cuenta. Estos valores son desmaterializados y se constituyen a través de la inscripción efectuada por la Entidad de Depósito, en la cual el emisor presenta una escritura pública en la que constan las condiciones y características de los mismos. Los valores pueden ser nominativos y a la orden. La desmaterialización puede ser efectuada por el titular del valor en la porción que así lo desee, sin embargo, cuando se trata de una emisión a ser colocada en el mercado primario toda la emisión debe ser desmaterializada si este fuera el caso.
- **Brasil.** Los valores pueden ser representados por los certificados expedidos a nombre del titular (títulos físicos) o pueden ser anotaciones en cuenta, cuando tienen representación en una cuenta a nombre del titular (*book-entry*), sin la emisión de certificados. Las anotaciones en cuenta son debitadas o acreditadas, sin transferencia física de documentos. En la actualidad, todos los valores de las sociedades cotizadas en mercados organizados son emitidos en forma de anotaciones en cuentas de depósito en instituciones financieras. Sólo las instituciones financieras autorizadas por la Comisión de Valores podrán mantener servicios de acciones representadas por anotaciones en cuenta.
- **Chile.** En el mercado chileno conviven tanto los valores representados mediante títulos físicos como aquellos representados mediante anotaciones en cuenta. La totalidad de los instrumentos de renta fija privados se encuentran representados mediante anotaciones en cuenta, ya sea porque éstos han sido emitidos de manera desmaterializada o porque se encuentran inmovilizados en una empresa de depósito y custodia. En el caso de los instrumentos de deuda pública, se encuentran representados mediante anotaciones en cuenta. En el caso de los instrumentos de renta variable, acciones y cuotas de fondo de inversión, una parte de estos valores está representada mediante anota-

ciones en cuenta. Cabe señalar que todos los emisores de renta variable están obligados a llevar un registro de propietarios.

- **Colombia.** La representación de los valores se realiza mediante emisiones desmaterializadas o títulos físicos que son entregados a los depósitos de valores. Para el caso de los títulos físicos, éstos pueden ser emitidos y entregados al depósito centralizado por parte de las sociedades emisoras como un título global (macro título), el cual es inmovilizado en el depósito. A partir del momento de dicha entrega, la colocación, suscripción, transferencia, enajenación, constitución de gravámenes, entre otros, son realizados mediante anotaciones en cuenta, como en el caso de los títulos que nacen desmaterializados. No obstante, en Colombia, la totalidad de los valores que se negocian en el mercado colombiano se encuentran representados por anotaciones en cuenta. La representación de valores mediante anotación en cuenta se realiza para títulos a la orden y títulos nominativos.
- **Costa Rica.** Actualmente, en el mercado de valores costarricense conviven tanto títulos físicos, como valores representados mediante macro título, y anotaciones en cuenta. No obstante, los títulos físicos es el menor porcentaje. El mayor porcentaje corresponde a valores representados mediante anotaciones en cuenta. En el mercado de valores costarricense funcionan dos centrales de depósito de valores. El Banco Central de Costa Rica (BCCR), responsable de administrar el Sistema de Anotación en Cuenta (SAC) y la Central de Valores de la Bolsa Nacional de Valores, S.A. Esta entidad funciona como entidad de depósito, y aún cuando la Ley Reguladora del Mercado de Valores no contempla esta figura, es quien presta el servicio de depósito centralizado de valores físicos y de registro de valores representados mediante macro título.
- **Ecuador.** Los valores puedan aparecer representados en títulos (físicos, cartulares) o mediante anotaciones en cuenta. Además, se admite la custodia de las dos formas: globales y títulos individuales. Respecto de este particular no existe distinción entre valores de renta variable y renta fija. Las normas ecuatorianas asignan esta facultad al emisor de los valores, quien lo establece entre las características de la emisión.
- **El Salvador.** A partir de la aprobación de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, en febrero de 2002, todos los valores de deuda que se negocian en bolsa se encuentran desmaterializados. La representación de las acciones por medio de anotaciones en cuenta es opcional para el emisor; solamente dos entidades que cotizan en bolsa, tienen representadas sus acciones por medio de anotaciones en cuenta. Las anotaciones en cuenta se crean en virtud de su inscripción en el Registro Electrónico de Cuentas de Valores.
- **España.** En España cabe la elección de la forma de representación por parte del emisor: bien en forma de anotaciones en cuenta o bien en forma cartular. No obstante, para los valores cotizados la forma de representación mediante anotaciones en cuenta viene impuesta por la ley. La central de depósito principal es el servicio de Compensación y Liquidación, más conocido como IBERCLEAR, que pertenece a Bolsas

y Mercados, S.A., sociedad cotizada. Hay diferencia entre los títulos al portador y nominativos; en este segundo caso, el emisor recibe información permanente sobre la identidad de sus accionistas

- **Guatemala.** En Guatemala, cabe la posibilidad de que los valores puedan ser representados en ambas formas, pero la inmensa mayoría está representada por títulos físicos. En el caso de las anotaciones contables, se constituyen por medio del acuerdo del órgano social competente del emisor para crearlos, que se presenta como parte del expediente que se queda en los archivos del Registro del Mercado de Valores.
- **Honduras.** En Honduras caben ambas formas de representación, mediante anotaciones contables y mediante títulos físicos. La primera es preponderante para los valores públicos y la segunda para los privados. Para la cotización bursátil de un valor representado por anotaciones en cuenta es necesario que previamente se registre. No hay, salvo para la renta pública, un Depósito centralizado de custodia, compensación y liquidación.
- **México.** Conforme al régimen jurídico aplicable en México, únicamente se tiene permitido la emisión de títulos físicos (documentos), que pueden ser individuales o un solo título que ampare parte o la totalidad de los valores materia de la emisión.
- **Nicaragua.** La Ley de Mercado de Capitales establece que las emisiones de valores inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia, podrán estar representadas mediante documentos físicos denominados valores físicos o por registros electrónicos denominados valores desmaterializados. Asimismo, en su artículo 155, dicha Ley expresa que las bolsas de valores, las centrales de valores y las sociedades de compensación y liquidación de valores deberán procurar la desmaterialización de valores, salvo las excepciones que autorice el Superintendente debido a las circunstancias del mercado o a la naturaleza particular de ciertos valores. Los valores desmaterializados se constituirán en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable. Para el registro de las emisiones desmaterializadas, el Depositante representante del emisor deberá solicitar la anotación electrónica en cuenta en el registro de valores de la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL), acompañada de la certificación de acta en dónde se establezca la autorización de la emisión. A partir de esta inscripción, se realizarán los registros de los valores en las cuentas correspondientes. En Nicaragua el mayor porcentaje corresponde a valores representados mediante anotaciones en cuenta, los títulos físicos suponen un porcentaje muy reducido.
- **Panamá.** En el caso de Panamá, se permite la representación de los valores mediante títulos físicos y a través de anotaciones en cuenta (denominados desmaterializados). Los títulos físicos pueden ser títulos globales, también conocidos como macro-títulos, y títulos individuales. En los casos en que el valor es desmaterializado, representado mediante una anotación en cuenta, deberá ser anotado a nombre de la central de valores, en el registro que para tal fin lleve el emisor del valor o su agente de registro. La mayoría de los participantes de la plaza y los internacionales eligen la representación desmaterializada.

- **Paraguay.** Desde el mes de julio de 2010 se implementó el Sistema Electrónico de Negociación para Títulos de Renta Fija, el cual adopta la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta, con cargo a un título global representativo (físico). Los títulos emitidos con anterioridad a la implementación del Sistema Electrónico de Negociación siguen teniendo la representación física, hasta su cancelación. Con relación a los Títulos de Renta Variable, también siguen siendo emitidos títulos en forma física.
- **Perú.** Los valores negociados en Rueda de Bolsa en el Perú deben registrarse previamente en una institución de compensación y liquidación de valores (ICLV) para su representación por anotaciones en cuenta, a fin de que su transferencia se efectúe mediante transferencia electrónica. La representación de los valores por anotaciones en cuenta tiene lugar por su inscripción en el registro contable de la ICLV. Se les reconoce como títulos nominativos dado que la titularidad de los propietarios se registra en la ICLV. La responsabilidad del emisor de llevar la matrícula o registro de los accionistas o bonistas, en el caso de valores nominativos, no se releva por el hecho que los valores se encuentren representados por anotaciones en cuenta, por lo que la ICLV les informa diariamente sobre las transferencias producidas afectaciones o levantamiento de afectaciones producidas sobre los valores; sin embargo, ante discrepancias de los registros, prima el de la ICLV.
- **Portugal.** Los valores mobiliarios pueden representarse mediante títulos físicos (en forma cartular) o mediante anotaciones en cuenta (escriturales). En la práctica, los títulos físicos registrados en el sistema centralizado son muy reducidos, la inmensa mayoría son valores representados mediante anotaciones en cuenta, que se constituyen como tales en virtud de su inscripción en registro.
- **Uruguay.** En Uruguay, a la fecha coexisten títulos físicos y escriturales. Las emisiones de valores de oferta pública posteriores a la vigencia de la Ley de Mercado de Valores (LMV) de diciembre de 2009, deben representarse exclusivamente mediante títulos escriturales. Para emitir valores escriturales el emisor deberá otorgar un documento de emisión e inscribir los valores en el Registro de Valores Escriturales que a tales efectos establecerá la Entidad Registrante. A partir de dicha inscripción se realizarán en las cuentas de sus respectivos titulares las anotaciones de los valores comprendidos en la emisión.

2. Estructuras registrales y de anotaciones contables

2.1. Consideraciones generales y resultado del estudio

Como apuntábamos en el apartado anterior, la desmaterialización de los títulos ha provocado que todo el régimen de creación y circulación de los valores negociables descansa sobre la idea de anotaciones contables o registrales. Por ello, la cuestión que inmediatamente se nos plantea es identificar la entidad o entidades encargadas de llevar esas anota-

ciones contables y la forma en que deben hacerlo. Lo que se ha llamado la "estructura registral".

En el caso de los valores negociados en mercados organizados, los registros contables que reflejan la titularidad de los valores y su transmisión no suelen estar en manos del emisor, sino en una entidad financiera, que intermedia entre el emisor y los inversores. Típicamente, una central de depósito o CSD (*Central Securities Depository*). La organización de este registro contable varía también de unos países a otros. En algunos países se ha mantenido el modelo de registro único y central, donde se recogen las identidades de los inversores finales. Los titulares tienen cuentas individuales abiertas directamente en la central de depósito, sin perjuicio de que las relaciones entre los inversores y la central de depósito se canalice a través de entidades financieras que actúan como agentes o representantes de aquéllos y que son las únicas que pueden dar instrucciones a la central de depósito sobre transferencia o gravamen de los valores o ejercicio de derechos económicos o políticos. Puede decirse que estas entidades actúan como gestores u operadores de las cuentas de los inversores. Para los valores cotizados, la central de depósito, que puede funcionar también como sistema de compensación y liquidación, registra las titularidades individuales. En este caso no se plantean grandes problemas jurídicos: el marco tradicional de la doctrina de los títulos-valor acompañado de algunos elementos registrales se puede mantener sin grandes distorsiones. Se suelen utilizar las denominaciones de *sistemas transparentes* o de *tenencia directa* para referirse a este modelo de organización registral.

En la mayoría de los países, sin embargo, se ha optado por un modelo de doble o múltiple escalón, en el que coexiste un registro central, donde las entidades participantes tienen abiertas cuentas globales, con los registros de detalle que llevan las entidades financieras, donde constan los saldos de los titulares finales². En este esquema operativo, los inversores finales no guardan una relación contable directa con la entidad encargada del registro original (en el caso de valores cotizados, la central de depósito), sino que tienen los valores a través de una cadena de anotaciones contables en los registros de uno o más intermediarios financieros. Además, esta intermediación ha ido de la mano del recurso a "depósitos colectivos" contables de los valores sin individualización de sus titulares en el eslabón superior de la cadena de tenencia (las llamadas "cuentas ómnibus o globales"). Los intermediarios financieros que custodian valores de varios clientes no suelen tener estos valores segregados en cuentas individuales en el siguiente intermediario en la cadena de tenencia, sino en cuentas o sub-depósitos colectivos de valores fungibles (*cuentas globales*)³. De hecho, no es

² Destaca la intermediación forzosa entendida como elemento estructural del sistema de representación contable, G. CABALLERO, *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, 2010, p. 130. Sobre este carácter, v., también F. GARCIMARTÍN/I. GOMEZ-SANCHA, "Los trabajos de UNIDROIT sobre valores depositados en intermediarios", en *A.E.D.E.P.*, 5 (2005), pp. 1233 y ss.

³ V., en ese sentido, A. ROBLES MARTÍN-LABORDA, "Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario", *R.D.B.B.*, 2010, pp. 9 y ss.; I. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, "La colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta", *R.D.B.B.*, 98 (2005), pp. 7 y ss.; I. SANTILLÁN, "Cuentas omnibus y régimen de separación del art. 80 LC", *R.D.C.P.*, 10/2009, pp. 215 y ss.; y en extenso sobre la tenencia indirecta en España, v., CABALLERO, loc.cit., pp. 241 y ss., o recientemente F. NAVARRO, "La información a inversores en la administración de valores negociables", *R.D.M.V.*, 9 (2011), pp. 63 y ss.

extraño que desde el registro central haya uno o varios saldos globales antes de llegar a los registros de detalle, esto es, a los registros del último intermediario donde constan individualizadas las titularidades de los inversores finales. La custodia intermediada es la solución dominante en los mercados internacionales, i.e. cuando los inversores de un país invierten en valores de emisores extranjeros.

Esta pluralidad de estructuras registrales se reproduce también en los países iberoamericanos. En una buena parte de ellos se mantiene un sistema “transparente”, en el cual en la central de depósito los valores aparecen individualizados a nombre del inversor -que suele ser el inversor o tenedor final-, aunque éstos se relacionen con la central de depósito a través de entidades financieras que actúan como agentes o comisionistas. Así sucede, por ejemplo, en Argentina, Brasil, Perú o Colombia, donde la titularidad individual de los tenedores finales aparece reflejada en *subcuentas comitentes* o *depositantes*, que la entidad participante o depositante tiene en la central de depósito, y que recogen la identidad y el número de valores que corresponde a cada cliente. En algunos de esos casos, los clientes tienen acceso directo a la consulta de estas cuentas individuales, aunque no pueden dar órdenes ni instrucciones a la central de depósito de valores.

En otros países se mantiene un sistema de doble registro o escalón, en el que los inversores finales tienen sus valores en una cuenta global (la cuenta de clientes o de terceros) que está segregada de la propia que las entidades participantes tienen en la central de depósito (cuenta propia). Así sucede, por ejemplo, en Costa Rica, Ecuador, España, México, Nicaragua, Panamá, Portugal y en Uruguay (en una de las centrales depositarias, la de la Bolsa de Valores de Montevideo). También hay sistemas donde la anotación es multi-nivel, i.e. a través de una cadena de intermediarios (El Salvador) o, por último, sistemas mixtos, como en Chile u Honduras donde se combinan las cuentas globales con el derecho de ciertos clientes finales a tener sus cuentas individuales en el registro central.

La diferencia es notable, y no parece haber una pauta o modelo común ni dominante. Hay ciertos déficits puntuales como el hecho de que en algunas jurisdicciones (como Honduras y Uruguay) no exista una caja o depósito central de registro, compensación y liquidación de valores. Es recomendable la existencia de un depósito o registro centralizado, sin perjuicio de que, como sucede en la mayoría de los países, sea distinto para renta fija y variable o para renta fija pública y privada. Más allá de esto, esa diversidad de estructuras registrales –sistemas transparentes, de doble o incluso de múltiples escalones- no plantea graves dificultades en las situaciones puramente domésticas o internas, pero sí en los supuestos transfronterizos, en particular, en los casos de integración de sistemas de registro, compensación y liquidación. Sobre este extremo es arriesgado hacer algún tipo de recomendación, ya que no hay una tendencia ni pauta operativa clara a nivel mundial. Los sistemas transparentes tienen ventajas obvias de seguridad y supervisión, pues reducen los riesgos de custodia (*vid. IOSCO, Principes, cit., pp. 19*) y permiten conocer fácilmente la identidad de los titulares finales tanto a las autoridades públicas como, en su caso, al propio emisor. No obstante, presentan ciertos inconvenientes en situaciones transfronterizas, cuando los inversores operan con carteras de valores diversificadas, pues exigirían la apertura de cuentas individuales en todos y cada uno de los países donde se haya invertido. De

hecho, es muy habitual que los sistemas transparentes no se extiendan a los inversores extranjeros, i.e. que los inversores extranjeros tengan los valores a través de sistemas de uno o varios intermediarios o *nominees*. En todo caso, sí que es recomendable que en los sistemas de doble o múltiple nivel, como desarrollaremos en el apartado siguiente, se adopten normas que aclaren la naturaleza de los derechos de los inversores o los derechos, obligaciones y responsabilidades de los intermediarios.

En cuanto a la titularidad de los registros o de sus efectos, sí que se han encontrado rasgos comunes. (i) Los registros son de titularidad y gestión privada y de acceso restringido (no público, salvo a autoridades públicas como jueces o agentes fiscales), aunque la actividad de custodia es una actividad regulada, sometida a autorización y supervisión en la mayoría de las jurisdicciones. (ii) Las cuentas respetan el principio de segregación (propia y de terceros); las entidades que actúan como intermediarios o depositantes por cuentas de sus clientes mantienen en el sub-custodio o eslabón superior en la cadena de tenencia, una separación absoluta entre la cuenta propia y la cuenta de sus clientes. Es aconsejable que las normas jurídico-públicas prevean sanciones por la vulneración del deber de segregación. Y (iii), son registros de legitimación y de titularidad, esto es, acreditan la legitimación para ejercitar los derechos frente al emisor y la titularidad sobre los valores con alcance *erga omnes* o frente a terceros. Este último aspecto es el que vamos a desarrollar en el apartado siguiente.

2.2. Breve descripción individual de cada país

Sobre este extremo, la situación individual de cada jurisdicción puede resumirse así:

- **Argentina.** En Argentina la ley prevé que el propio emisor lleve el registro de los valores emitidos, aunque puede delegar tal función en determinados sujetos. En general, son pocos los emisores que llevan su propio registro, y para estos fines en el mercado de capitales existe una entidad privada, Caja de Valores (CV), que realiza funciones de registro, depósito y custodia (entre otras). La CV es agente de registro del 99% de los valores listados. Es una sociedad cerrada y sus accionistas mayoritarios son el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En el sistema registro que administra la CV, existen cuentas depositantes y subcuentas comitentes para cada titular/inversor/comitente donde quedan identificados los valores registrados. Es decir, todos los valores se depositan a la orden de depositantes y a nombre de los titulares/inversores/comitentes (datos personales y cantidad de valores). El depósito colectivo de títulos valores establece entre los comitentes una copropiedad indivisa sobre la totalidad de aquellos títulos valores de la misma especie, clase y emisor. El depósito colectivo no transfiere a la CV la propiedad ni el uso de los títulos valores depositados. En Argentina rige el sistema de identificación de tenedor final. La CV y el depositante deberán llevar los registros para que en todo momento puedan individualizarse los derechos de cada depositante y titular/inversor/comitente, para determinar en forma certera la situación jurídica de los títulos depositados. La CV registrará las

transmisiones, prendas, retiros, etc. La normativa establece que las constancias emitidas por el agente de registro son suficientes para acreditar la titularidad de los valores. Para el caso de las tenencias mantenidas en la CV, la ley establece que tales registros reemplazan las inscripciones similares que se hagan en los registros de los emisores, con el mismo efecto para éstos y terceros. La entidad que lleve el registro debe otorgar a su titular comprobante de la apertura de cuenta y todo movimiento que tenga, y el titular puede requerir en cualquier momento constancia de saldo de cuenta.

- **Bolivia.** La Entidad de Valores en Bolivia, así como la normativa aplicable, prevé de manera general un registro central único, en el que constan datos específicos referidos a: tipo de instrumento, datos del emisor y los datos de negociabilidad de dicho título, los cuales son periódicamente informados al Órgano de Supervisión. La Entidad de Depósito de Valores de Bolivia está constituida como una Sociedad Anónima, que no está cotizada en bolsa, y sus accionistas mayoritarios son la Bolsa Boliviana de Valores, el Banco de Desarrollo Productivo SAM, (donde el gobierno es accionista mayoritario) y CAVALI S.A.
- **Brasil.** Hay un registro central único, donde consta la titularidad individual de los valores emitidos por las compañías. Los registros de títulos son hechos por empresas privadas. Las principales entidades de registro de valores son la *Companhia Brasileira de Liquidação e Custodia* – CBLIC, que pertenece a la BM&FBOVESPA S.A. (única Bolsa de Valores en Brasil) y CETIP S. A. (mercado de títulos de deuda corporativa y derivados – *Over The Counter*). BM&FBOVESPA y CETIP son empresas cotizadas en bolsa. El registro de títulos públicos, que no son considerados valores, se hace a través del *Sistema Especial de Liquidação e Custódia* - SELIC del Banco Central de Brasil. La institución financiera depositaria de las acciones debe proveer a la compañía, por lo menos una vez al año, copia de los estados de cuentas de depósito y las listas de los accionistas con las respectivas cantidades de acciones, que serán registradas en los libros reconocidos por el registro de comercio y mantenidos por institución financiera.
- **Chile.** El sistema chileno es un sistema de doble escalón, indistintamente del tipo de instrumento o emisor. Las empresas de depósito y custodia son las encargadas de llevar el registro de los valores representados mediante anotaciones en cuenta. Estas deben ser constituidas como sociedades anónimas sujetas a normas especiales. A la fecha, la única empresa de depósito y custodia operando en el mercado chileno es DCV Depósito Central de Valores S.A., la cual no cotiza en bolsa. La composición accionaria del depositario está repartida entre el DTCC y las principales industrias que participan en el mercado de capitales. A requerimiento del depositante (participante de la empresa de depósito y custodia), la empresa de depósito y custodia deberá certificar la cantidad, tipo, clase, especie, calidad y emisor de los valores que éste mantiene en depósito. Los certificados otorgados serán nominativos, intransferibles y no negociables. Por su parte, los agentes de valores, corredores de bolsa, bolsas de valores, bancos, o cualquiera otra entidad legalmente autorizada, que mantenga valores por cuenta de terceros pero a nombre propio deben abrir una cuenta destinada al depósito de dichos valores en una empresa de depósito y custodia de valores. No obstante, en caso que los dueños de dichos valores así lo requieran, el intermediario deberá abrir cuentas individua-

les a nombre de aquéllos. La posición jurídica de los participantes se asemeja a la de un fiduciario, toda vez que ante la empresa de depósito y custodia el depositante detenta la propiedad de los títulos custodiados.

- **Colombia.** En Colombia hay dos entidades que administran depósitos de valores. Por un lado, se encuentra una entidad privada denominada Deceval, que administra y custodia valores de renta variable y valores de renta fija emitidos por entidades privadas, y valores de renta fija emitidos por entidades públicas, distintas a la Nación. Por otro lado, se encuentra el Depósito Central de Valores (DCV) administrado por el Banco de la República, banco central, que tiene por objeto la administración y custodia de los títulos de renta fija emitidos, avalados o garantizados por la Nación o por el propio Banco de la República. Ambos depósitos llevan los registros en los que consta la titularidad individual de cada inversor final, no obstante dicha titularidad se lleva en cuentas de depósito en un doble nivel (o escalón), de manera que a tales inversores se les registra la titularidad de los valores a través de subcuentas dentro de las cuentas de los depositantes directos. De esta forma, los inversores finales tienen la calidad de depositante indirecto ante el depósito, y sólo pueden actuar ante éste a través de unos intermediarios que se denominan depositantes directos. Estos últimos son los únicos que tienen una relación y una comunicación directa con el depósito. Los registros son de titularidad privada.

- **Costa Rica.** De acuerdo con la Ley Reguladora del Mercado de Valores, el registro contable de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta es llevado por un sistema de dos niveles. El primer nivel está constituido por el Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta, conformado por las siguientes entidades miembros: el Banco Central de Costa Rica, como responsable de administrar el registro de las emisiones del Estado y las instituciones públicas y las centrales de depósito de valores autorizadas por la Superintendencia, como responsables de administrar el registro de las emisiones de los emisores privados. El segundo nivel está constituido por las entidades adheridas al Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta, que pueden ser todas las autorizadas para prestar servicios de custodia. Además, la Ley Reguladora del Mercado de Valores establece que en el registro central se deben mantener dos cuentas por cada entidad adherida: una para los valores por cuenta propia y la otra para los valores por cuenta de terceros. Asimismo, el Reglamento de Custodia establece que las entidades de custodia deben mantener en sus registros una segregación efectiva de la titularidad de los valores custodiados, por cuenta propia o por cuenta de terceros, estas últimas todas debidamente individualizadas e identificadas en forma precisa. Esta individualización también deben llevarla en el registro del primer nivel. El servicio de custodia de títulos valores y la oferta de dicho servicio únicamente lo pueden prestar sociedades anónimas denominadas centrales de valores, previamente autorizadas por la Superintendencia y constituidas con el único fin de prestar los servicios que autoriza la Ley, así como los puestos de bolsa y las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras (entidades bancarias). Las entidades de custodia son las únicas competentes para emitir constancias sobre los valores custodiados.

- **Ecuador.** El registro se estructura bajo la modalidad de “doble escalón”, sin distinguir de qué tipo de valor se trate, de renta fija o de renta variable. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores son el Banco Central del Ecuador o las compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para recibir en depósito valores. Actualmente, existe una sociedad anónima autorizada para girar con dicho objeto social: el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. Sus acciones no son cotizadas en las bolsas de valores y sus mayores accionistas son las dos bolsas de valores del Ecuador. En cuanto a la estructura registral, existen “depositantes directos”; estos son: las bolsas de valores, las casas de valores (intermediarios de valores), las instituciones del sistema financiero (bancario, principalmente), los inversionistas institucionales y las demás personas que determine el Consejo Nacional de Valores mediante norma de carácter general. Respecto de todos ellos hay segregación: por “portafolio propio” y por “portafolio de terceros”. Para estos efectos tampoco existe distinción entre valores de renta variable y renta fija.

- **El Salvador.** En El Salvador existe un sistema multinivel, donde los inversores pueden tener sus valores a través de una cadena de intermediarios hasta llegar al registro central, y se utiliza el mismo sistema para todo tipo de valor. La sociedad que lleva el registro de los valores, es la Central de Depósito y Custodia de Valores S.A. de C.V. (CEDEVAL), entidad que cotiza en bolsa. La titularidad de los inversores finales no consta en el registro central. La sociedad que lleva el registro, da fe pública de las titularidades registrales. Existe una segregación total por intermediario. Es decir, las casas aperturan cuentas en la central de valores a nombre propio y a nombre de terceros, y existe segregación entre la cuenta propia y la de terceros. Las casas, a través de un contrato de mandato en administración, previamente firmado con los clientes, son las responsables de administrar (custodiar) las cuentas aperturadas en la central de valores. La Depositaria se encuentra facultada para emitir constancias de legitimación sobre los valores inscritos en el Registro de Cuentas de Valores, con el objeto de legitimar al titular para el ejercicio de los derechos que le confieren.

- **España.** En España, la estructura del registro central (IBERCLEAR) es de doble nivel. Cada entidad participante tiene dos cuentas segregadas, una con los valores propios (cuenta propia) y otra con los de sus clientes (cuenta de terceros). Luego cada entidad participante lleva las cuentas individualizadas de sus clientes en el llamado “registro de detalle”. No obstante, se entiende que pese a esta diferenciación, el registro es único (en doble nivel). Las referencias de registro, que se recogen en ambos niveles, garantizan esa unidad. Cada referencia de registro refleja la transacción en la que trae origen cada uno de los abonos contables en ambos niveles. Las entidades participantes son las encargadas de emitir los certificados de legitimación de sus clientes.

- **Honduras.** Para la renta pública, el Banco central lleva un registro de doble escalón, donde tienen cuentas directas los llamados depositantes directos y subcuentas sus clientes. En el caso de emisores privados cada uno administra su sistema de registro.

- **México.** En México existe un Registro Nacional de Valores (RNV) a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, el cual es el encargado de la inscripción, actualización, suspensión y cancelación de la inscripción de valores. Por otra parte, el Gobierno Federal mediante concesión autorizó a S.D. INDEVAL, Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V., para fungir como registro central, siendo dicha institución la encargada de prestar los servicios de depósito, guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores. Lo anterior mediante anotaciones en las cuentas de sus depositantes con motivo de las operaciones que realicen sobre sus valores y conforme a las instrucciones que reciban de éstos. S.D. INDEVAL prestará el servicio de registro mediante la apertura de cuentas a favor de las instituciones depositantes. Los depósitos constituidos por las instituciones depositantes se harán siempre a su nombre, indicando, en su caso, cuáles son por cuenta propia y cuáles por cuenta de terceros (cuenta ómnibus). El depósito y la transferencia de los valores se harán mediante asientos en las cuentas de las instituciones depositantes. Finalmente las entidades financieras, instituciones de crédito nacionales o del exterior, así como instituciones para el depósito de valores extranjeras, todas en su carácter de depositantes en S.D. INDEVAL, serán las responsables de proporcionar a los inversores finales los estados de cuenta donde se refleje su tenencia en valores, acreditar su titularidad y legitimación para el ejercicio de los derechos. El Registro Nacional de Valores está a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores que es un organismo público. S.D. INDEVAL, Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V., es una empresa privada, la cual opera mediante concesión del Gobierno Federal, previa opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y del Banco de México.

- **Nicaragua.** En Nicaragua, el registro contable de los valores que se encuentren inscritos en el Registro de Valores de la Superintendencia se lleva por un sistema de dos niveles. En el primer nivel el Banco Central de Nicaragua será el responsable de administrar el registro de las emisiones del Estado y de las instituciones públicas, pudiendo delegar la administración de dicho registro en cualquiera de las centrales de valores autorizadas, y las Centrales de Valores autorizadas serán las responsables de administrar el registro de las emisiones privadas; para esto, podrán brindar además, el servicio de administración y custodia de los libros de registro de los accionistas de dichos emisores. El segundo nivel estará constituido por los depositantes de las Centrales de Valores. Las Centrales de Valores mantendrán dos tipos de cuentas por cada depositante, uno para los valores por cuenta propia y el otro para los valores por cuenta de terceros, donde puede haber subcuentas individualizadas o no. En Nicaragua, la sociedad que desempeña la función de depositario central es CENIVAL. Esta no es una entidad cotizada. Al mes de octubre de 2011, la Bolsa de valores de Nicaragua es dueña del 40% de la participación accionaria.

- **Panamá.** En Panamá no existe un registro central único en donde conste la titularidad individual de cada inversor final. Se usa el sistema de doble escalón, es decir, quien lleva la titularidad individual de cada inversor final será el agente de registro, o en su caso es responsabilidad de cada uno de los participantes. Una vez que el título entra en la

Central de Valores bajo el régimen de tenencia indirecta de los valores y se constituye el régimen especial de propiedad y otros derechos patrimoniales sobre los títulos, será el participante o el agente de registro del emisor, quién deberá tener la constancia de la titularidad individual de cada inversor final, sin perjuicio de que deba tener cuentas segregadas en la central. Las transferencias y los derechos reales de garantía se constituyen por anotación contable o registral. La Central de Valores es una entidad de carácter privado, de tenencia pública, en donde los principales accionistas son las casas de valores. La única que desempeña esta función de custodia, compensación, y liquidación de valores es la Central Latinoamericana de Valores.

- **Paraguay.** En Paraguay existe un registro central único donde se centraliza la información generada de las emisiones registradas, procesa las operaciones cerradas tanto de títulos públicos como privados y centraliza el registro de emisores, casas de bolsa y comitentes de las mismas. Como no existe Caja de Valores, la Bolsa de Valores está autorizada por la Comisión Nacional de Valores para ejercer esta función y su estructura corporativa se encuentra establecida en la Ley de Mercado de Valores.
- **Perú.** Cuando se trata de valores negociados en mecanismos centralizados de negociación, la Ley permite llevar el registro contable tanto en un sistema de registro de forma total y exclusiva en el que la ICLV identifique las tenencias de valores a nivel del titular o beneficiario final, como un sistema de registro en el que la ICLV lleve el registro central con cuentas agregadas a nombre de los participantes de la ICLV, en donde se diferencie la cuenta propia de la cuenta de terceros, complementado con el registro propio que deben llevar tales participantes en donde se detalle a los inversionistas o beneficiarios finales y sus tenencias de valores. Sin embargo, reglamentariamente se ha optado por el primer modelo para el registro de cualquier valor; negociado o no en un mecanismo centralizado, de modo que la ICLV abre cuentas a sus participantes, denominadas cuentas matrices, dentro de las cuales se registran las tenencias de valores de los inversionistas. Hay, por lo tanto, un registro central único (CAVALI S.A. es en la actualidad la sociedad que desempeña esta función), donde se identifica la propiedad individual de los inversionistas. CAVALI S.A. es una sociedad cotizada.
- **Portugal.** El registro se estructura bajo un sistema de “doble escalón”, i.e. un registro central con una pluralidad de registros de detalle en las entidades adheridas a ese registro central. Todavía, en cuanto a entidades extranjeras, el registro se asemeja a un sistema multinivel, donde los inversores pueden tener sus valores a través de una cadena de intermediarios hasta llegar al registro central (e.g. registro junto de entidades de custodia adheridas al registro central). En todo caso, rige un principio de segregación de cuentas, entre la propia y la de clientes o terceros. Las referencias de registro, que se recogen en ambos niveles, garantizan la unidad; cada referencia de registro refleja la transacción en la que trae origen cada uno de los abonos contables en los dos “escalones”.
- **Uruguay.** En Uruguay no existe un Registro Central de Valores. En cada emisión de valores escriturales se debe designar una entidad registrante. El registro de valores escritu-

rales se atribuye a una única entidad por emisión. A la fecha, han actuado como entidades registrantes las Bolsas de Valores (Bolsa de Valores de Montevideo – BVM - y Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. - BEVSA) y las instituciones de intermediación financiera, instaladas en el país. El Banco Central del Uruguay (BCU) es la entidad a cargo del Registro de Valores escriturales emitidos por el Estado y regidos por ley nacional. En lo que respecta a los valores negociados por los intermediarios de valores por cuenta y orden de sus clientes, los intermediarios son los que llevan el registro de los valores por ellos inscritos en los registros de las entidades registrantes por cuenta y orden de los titulares reales. Por consiguiente, en los casos en que la entidad registrante sea la BVM, ésta no conoce al beneficiario final ya que los valores se encuentran registrados en cuentas ómnibus a nombre del intermediario.

3. Tratamiento jurídico: titularidad y circulación de los valores

3.1. Consideraciones generales

El tratamiento legal viene condicionado por la estructura registral. En los sistemas de tenencia directa, o transparentes, donde el nombre del inversor aparece individualizado en los registros originales (normalmente en el CSD), se pueden mantener sin graves dificultades los principios y la doctrina clásica de los títulos-valor. Basta con incorporar algunos principios del Derecho registral. El objeto fundamental de estas normas es reconocer a los asientos en los registros contables, efectos similares a los que tenía la posesión y entrega del título físico⁴. Los inversores tienen un derecho de propiedad directo, inmediato y “trazable” sobre los valores abonados en su cuenta o sub-cuenta individual en la central de depósito. En la medida en que estos registros reflejan la propiedad individual, los abonos y adeudos en dichas cuentas equivalen a la entrega física de los títulos. En los casos de prendas u otro tipo de derechos reales sobre los valores, su desglose o constancia registral equivale a la “desposesión” física del mundo de los bienes tangibles. Las entidades que operan esas cuentas no adquieren ninguna titularidad fiduciaria sobre los valores, sino que intervienen como agentes o mandatarios obligados contractualmente a seguir las instrucciones de los clientes. Naturalmente, estos sistemas reducen pero no eliminan los riesgos de custodia. Las entidades intermediarias –depositantes en el registro o caja de valores central- pueden *de facto* (aunque no legalmente) disponer de los valores de sus clientes sin autorización de éstos. Por ello, el ordenamiento jurídico debe establecer mecanismos adicionales de control para evitar ese tipo de conductas (por ejemplo, sistemas de cuadro y conciliación y supervisiones periódicas), así como reglas sobre las consecuencias para el cliente de los errores o fallos en el sistema, por ejemplo, la responsabilidad de la empresa intermediaria o la existencia de fondos de cobertura cuando se ha dispuesto indebidamente de los valores de clientes.

⁴ PAZ-ARES, *loc. cit.*, p. 95 .

En los sistemas de registro doble o múltiple, donde se opera con saldos globales de valores fungibles, la titularidad del inversor final no es trazable desde el registro original. La realidad de su titularidad contable depende siempre del cuadro y la conciliación de los saldos en los diferentes eslabones de la cadena de tenencia. Tanto los derechos de los inversores *sobre los valores* como el ejercicio de los derechos societarios *derivados de los valores* descansan en última instancia sobre el buen hacer de uno o varios intermediarios financieros. En estos sistemas, y junto al incremento del riesgo de custodia, la intermediación y el empleo de saldos globales han planteado *riesgos legales* adicionales. Estos riesgos se asocian a la calificación de la naturaleza de los derechos del inversor y a su circulación. Cuando la tenencia se articula a través de depósitos colectivos de valores fungibles -i.e. saldos globales-, se ha cuestionado la calificación jurídica que han de recibir los derechos del inversor sobre los valores y cuáles son los atributos materiales de estos derechos. En particular, su naturaleza de derecho real –individual o colectivo- o de derecho personal. Esta calificación es fundamental para proteger adecuadamente a los inversores en caso de concurso de su entidad intermediaria o frente a posibles embargos de acreedores generales de dicha entidad. Si se califica como derecho real, los inversores gozarán de un derecho de separación en caso de concurso; si se califica como derecho personal, no. Por este motivo, en estos casos, el hecho de que la titularidad del inversor último no conste individualizada o desglosada en el registro central exige un marco normativo más claro y preciso para eliminar cualquier incertidumbre sobre la naturaleza de esos derechos de los inversores. En concreto, este marco legal debe regular los aspectos fundamentales del problema que plantea el empleo de saldos globales y su contenido debería responder a los siguientes cinco parámetros que representan, en el contexto internacional, el “estándar mínimo de calidad jurídica”⁵:

- (a) En cuanto a la *naturaleza* de los derechos *sobre los valores*, se ha apuntado la posibilidad de que, por tratarse de valores fungibles sub-depositados en cuentas globales, nos encontremos ante un depósito irregular. Con el consiguiente riesgo, en algunos ordenamientos jurídicos, de la calificación de esos derechos como derechos personales: los inversores tendrían un mero derecho de crédito frente al depositario. Sería, por lo tanto, calificados como acreedores ordinarios en caso de concurso de su entidad depositaria. Para despejar cualquier duda al respecto, deben aclararse legalmente los siguientes extremos: (i) que el apunte contable o registral a nombre del inversor en los registros de su intermediario representa realmente los valores anotados; (ii) que ese apunte no puede ser revocado sin el consentimiento del inversor titular; (iii) que esos valores quedan protegidos en caso de insolvencia del intermediario y, por consiguiente, pueden ser objeto de un derecho de separación, bien individual bien colectivo, i.e. de toda la cuenta de clientes (en cuyo caso, el ejercicio de ese derecho será a través de la entidad supervisora o institución equivalente); también deben aclararse, en su caso, cómo se van a distribuir los valores entre los inversores en un supuesto de déficit y fijarse un sistema eficaz de protección de los valores de los clientes; (iv)

⁵ V., destacando la convergencia funcional entre los ordenamientos jurídicos sobre estas cuestiones fundamentales, HAENTJENS, *loc. cit.*, pp. 295-317; E. MICHELER, *Property in Securities*, 2007, pp. 223-240.

que el intermediario está obligado a seguir las instrucciones del inversor sobre la disposición de los valores y sobre el ejercicio de los derechos derivados de ellos (cobro de dividendos, ejercicio de los derechos de voto, etc.); **(v)** y por último, es fundamental establecer claramente la obligación del intermediario de disponer en la cuenta global de saldo suficiente para cubrir todos los valores abonados en las cuentas individuales de sus clientes.

En cuanto al aspecto dinámico, el ordenamiento jurídico debe aclarar que la *circulación* de los derechos se produce por cargos o deudos y abonos. El cargo o adeudo en la cuenta del transmitente y el abono en la cuenta del cesionario equivalen a la entrega física del título. No obstante, la intermediación conlleva que deban producirse cargos y abonos en distintos niveles registrales y esos abonos no siempre coincidan temporalmente. Para despejar cualquier duda, se debe señalar también el momento en que se perfecciona la adquisición de la propiedad sobre los valores, esto es, cuál es la anotación relevante desde el punto de vista jurídico-real. Esto dará certidumbre al titular y a los terceros sobre con qué condiciones y en qué momento se perfecciona la adquisición del derechos de propiedad, o de derechos reales de garantía, sobre los valores.

- (b)** El intermediario, por su parte, debe tener seguridad jurídica en cuanto a sus obligaciones y correspondiente responsabilidad *vis à vis* su cliente o inversor y sólo responder frente a él u otra persona debidamente autorizada (por ejemplo, una autoridad pública). Por eso debe existir una regulación apropiada de los contratos de custodia y administración de valores, donde se detallen los deberes y derechos de los intermediarios frente a sus clientes en lo que respecta a la “custodia” o depósito de los títulos y el ejercicio de los derechos derivados de ellos.
- (c)** Los terceros que han constituido un derecho de garantía real sobre esos valores deben quedar también adecuadamente protegidos por el ordenamiento jurídico. En particular, y como ya hemos apuntado, deben tener reglas claras y eficientes sobre las condiciones de constitución de esos derechos reales, su protección en caso de insolvencia del deudor/pignorante y los mecanismos de realización o ejecución de sus garantías.
- (d)** El régimen legal debe proteger suficientemente a los emisores. En particular, debe asegurarles que no se produzcan inflaciones de títulos y debe fijarles una reglas claras y precisas sobre la legitimación para el ejercicio de los derechos societarios, i.e. cobro de dividendos, asistencia a la junta, derechos de participación, etc.
- (e)** Por último, en los supuestos transfronterizos, deben establecerse normas jurídicas que ofrezcan una tutela adecuada para la inversión en valores extranjeros equiparables, en la medida de lo razonable, a las aplicables a la inversión en valores domésticos. También es fundamental establecer *normas de conflicto* claras y precisas sobre la localización de los valores representados por anotaciones en cuenta. En particular, como se verá en la última parte de este trabajo, este último aspecto cumple una función imprescindible para saber bajo qué ley deben otorgarse garantías financieras.

3.2. Resultado del estudio

Sobre estos extremos, del estudio de las diferentes respuestas al cuestionario, pueden extraerse las siguientes conclusiones:

- (a) En prácticamente todos los países iberoamericanos se reconoce a los titulares de valores nacionales representados por anotaciones en cuenta un derecho de propiedad sobre dichos valores y, por consiguiente, resistente en caso de concurso de su entidad intermediaria. Este régimen no plantea dificultades en aquellos sistemas donde la titularidad del inversor final aparece individualizada en la central de depósito de valores, *i.e.* en los sistemas que hemos calificado de “transparentes” (*supra*). No obstante, salvo algún supuesto puntual (por ejemplo, Perú) cuando se trata de depósitos colectivos (i) no se define con precisión si los inversores gozan de un derecho de propiedad individual o colectivo, *i.e.* una copropiedad por cuotas sobre el pool de valores que su intermediario tiene en el registro o caja central; (ii) por ese mismo motivo, tampoco se especifica si, en un escenario concursal, los posibles déficits se van a soportar a prorrata entre todos los clientes y cómo va a aplicarse esta regla de prorrata⁶. (iii) Tampoco, salvo supuestos puntuales (por ejemplo, España), se regula con precisión el ejercicio del derecho de separación de los clientes en caso de concurso de su intermediario y, en particular, la posibilidad de un ejercicio colectivo a través de la autoridad supervisora o institución equivalente. Sería aconsejable colmar estas lagunas y diseñar un marco legal que ofrezca mayor certeza y seguridad jurídica.
- (b) En todos los países iberoamericanos hay reglas que imponen una responsabilidad al intermediario por la apropiación, pérdida o daños que puedan sufrir los valores de sus clientes, pero las soluciones varían notablemente en cuanto a los presupuestos de esta responsabilidad. Desde países que imponen un régimen de responsabilidad cuasi-objetiva (por ejemplo, España, Ecuador o Brasil), por culpa (El Salvador) o mixta (Guatemala). También son muy dispares las soluciones en relación a los otros medios de protección o compensación de déficits. Hay algunas jurisdicciones donde las exigencias y la supervisión de los sistemas de cuadro y conciliación están muy desarrolladas y se acompañan de la existencia de seguros obligatorios o de fondos de garantías para la cobertura de los déficits (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Portugal o España, por ejemplo), mientras que en otros toda la protección se limita a la responsabilidad personal del intermediario o custodio (Guatemala, Costa Rica o el Salvador; por ejemplo), lo cual no resulta muy eficaz en escenarios concursales. En este punto sería aconsejable, allí donde no exista, imponer un régimen de responsabilidad cuasi-objetiva a los intermediarios (*i.e.* sólo excluida en los casos de pérdida o daños a los valores por dolo o culpa del cliente) y reforzar los fondos de garantía o mecanismos de seguros obligatorios.

⁶ Aunque en muchas respuestas se afirma que el sistema no permite la existencia de déficits, esto no significa que de facto no puedan producirse. Ningún mecanismo de cuadro y conciliación puede impedir que en un momento dado el intermediario no disponga de valores para cubrir las posiciones de todos sus clientes. Si en ese momento el intermediario cae en concurso, nos encontraremos de facto ante un déficit de valores y en la tesitura de tener que asignar las pérdidas.

- (c) Todas las jurisdicciones reconocen que la transmisión de los derechos sobre los valores se produce por abono contable o que las prendas se perfeccionan también mediante el desglose contable u otro tipo de constancia registral. Sin embargo, se manifiestan déficits puntuales de regulación en cuanto a los mecanismos de ejecución de tales derechos de garantía o en cuanto a la admisibilidad de otras figuras, y en particular de los repos (i.e. pactos de recompra en los que la propiedad se transmite con función de garantía), como vías alternativas de garantía (por ejemplo, en Ecuador). Sería particularmente importante, allí donde no exista, introducir un marco legal adecuado para la figura del repo por ser la forma de garantía más eficaz en los escenarios concursales.
- (d) Prácticamente todas las jurisdicciones contienen reglas que regulan el ejercicio de los derechos derivados de los valores, tanto frente al emisor como frente al intermediario. Los derechos económicos se suelen cobrar a través de los intermediarios y registros o cajas centrales. Por su parte, la legitimación para el ejercicio de los derechos políticos se suele articular sobre los certificados de depósito que emiten las entidades intermediarias y las centrales de valores a nombre del inversor y/o las listas que se envían al emisor. En la mayoría de los países, la emisión del certificado conlleva un bloqueo del poder de disposición de los valores. Sobre este aspecto no se manifiestan graves déficits de regulación salvo (i) lagunas puntuales en cuanto al régimen de los contratos de custodia y administración de valores y los derechos y deberes del intermediario financiero en relación a ambas actividades; y (ii), la inexistencia de reglas específicas para facilitar el ejercicio de esos derechos en situaciones transfronterizas: salvo en España y Portugal, por imperativo de la normativa europea, no existen reglas en vigor cuyo objeto sea facilitar el ejercicio del derecho al voto u otros derechos políticos a los accionistas extranjeros.
- (e) Al hilo de este último comentario, donde son más significativas las lagunas es en relación a los supuestos transnacionales. Si bien en muchos casos se contempla la posibilidad de acceso a la central de depósito nacional de las entidades extranjeras con funciones equivalentes, por lo que respecta a los intermediarios financieros en los países iberoamericanos no hay reglas específicas para definir la naturaleza y el régimen de los derechos de los inversores sobre valores extranjeros no depositados, directa o indirectamente, en el registro o caja de valores central. Salvo en Panamá, España y Portugal, también en este punto por imperativo de la normativa europea, no se han establecido normas de conflicto sobre la ley aplicable a los derechos sobre valores depositados a través de una cadena de intermediarios financieros. Sería por ello aconsejable introducir una regla a partir de la localización del intermediario pertinente o relevante (la conocida como regla PRIMA).

3.3. Descripción individual de cada país

La situación individual de cada jurisdicción (naturaleza de los derechos, transferencia, coberturas y legitimación) puede resumirse así:

- **Argentina.** El titular de los valores tiene un derecho real sobre los mismos y, por ende, ejerce en forma directa las atribuciones que la ley le otorga. El comitente o titular del valor podrá transmitir sus derechos de copropiedad o constituir derecho de prenda sobre su parte indivisa o una porción de ella, mediante instrucción del depositante a la Caja de Valores (CV). En caso de concurso, los derechos de los inversores no se verían alterados dado que, según la ley de quiebras, las titularidades de los valores seguirían surgiendo de los libros de aquél. Los derechos se adquieren por anotación contable, es decir, con el crédito de los valores y en la fecha de dicho crédito. Se pueden utilizar garantías para operaciones a futuro a través de determinados márgenes, los cuales pueden ser incrementados en función de la variación del precio del valor subyacente. Las prendas se pueden constituir tanto en la CSD como directamente en el agente de registro. Existen sistemas de información que permiten prever determinados movimientos no solicitados por los inversores a sus intermediarios y fondos de garantía. En relación a la legitimación, el inversor se legitima frente al emisor con la presentación del certificado que acredita su condición; el certificado lo emite el agente de registro ó la CSD, según el caso. La expedición de un certificado para ejercer derechos políticos, implica el bloqueo de la tenencia hasta el día de la asamblea. En el caso de dividendos, los mismos se pagan a través del agente de registro ó la CSD, también según el caso.
- **Bolivia.** Los valores representados mediante anotaciones en cuenta gozan de los mismos derechos y obligaciones que los cartulares, como título en propiedad su dueño puede usar, gozar y disponer del mismo incluyendo al efecto la posibilidad de ejecutarse el mismo ante el incumplimiento de pago. En caso de un concurso contra la Entidad de Depósito de Valores, el patrimonio de la Sociedad Anónima está separado jurídica y contablemente de todas aquellas operaciones en custodia o registro que realice, por tanto, existe una salvaguarda legal. Los valores en cuenta son transados, anotados, y toda transacción se perfecciona desde la fecha de su registro que es de orden público. La normativa interna de la Entidad de Depósito de Valores, prevé mecanismos de conciliación de valores los cuales comprenden la validación de las distintas situaciones en las que se encuentran registrados los saldos de un determinado valor; asimismo, el Órgano de Supervisión realiza controles sistémicos de consistencia y coherencia de la información reportada por dichas Entidades. El mecanismo utilizado por la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia es el Fondo de garantía, que se constituye con la finalidad de servir de mecanismo de protección para los titulares contra el riesgo de contraparte, entendido éste como el riesgo de incumplimiento en la liquidación de las operaciones. Además, la Entidad de Depósito de Valores debe disponer de medidas y procedimientos dirigidos a cubrir los riesgos operativos en que ella pueda incurrir; tales como transacciones no justificadas, registros alterados o destruidos, interrupción de las comunicaciones o de la energía eléctrica, accesos no autorizados a valores y a otros activos bajo su responsabilidad. La Depositaria será responsable de la contratación de los seguros necesarios para responder por el correcto y cabal cumplimiento de sus obligaciones. En relación a la legitimación frente al emisor, la titularidad del valor será certificada a través de la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad que la Entidad de Depósito de Valores emite en virtud a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores.

- **Brasil.** La institución que mantiene la custodia de los títulos posee la propiedad fiduciaria de los valores, que es un derecho real. Como propietario fiduciario puede recibir dividendos (en efectivo), bonificaciones (en acciones) y otros derechos, por ejemplo, de suscripción (preferencia en la adquisición de acciones). Salvo autorización expresa, el depositario no puede disponer de los valores depositados, ni reinvertir las cantidades recibidas, ni ejercer derechos de voto aplicables a las acciones bajo su custodia. Ahora bien, los activos bajo propiedad fiduciaria no integran el patrimonio del depositario. En caso de quiebra del depositario, los activos bajo custodia pueden ser transferidos a otras instituciones. Los valores pueden ser objeto de pignoración, cesión fiduciaria en garantía o pueden ser utilizados como garantía para operaciones de recompra (“*repurchase*” o “*repo*”). En el caso de las acciones, pignoración (prenda) o cesión fiduciaria en garantía, requieren contrato escrito y su anotación junto al depositario central del mercado donde son negociadas. Con respecto a garantías de operaciones de recompra (“*repo*”), el único requisito para su formación es el instrumento contractual escrito. Los proveedores de servicios de custodia son responsables por los daños causados debido a errores o irregularidades en la prestación de servicios de custodia. Además, la entidad administradora del mercado de bolsa debe mantener un mecanismo de indemnización a los inversores, que se constituyen por las contribuciones de los participantes, agentes de custodia y por el patrimonio de los antiguos Fondos de Garantía de las bolsas.
- **Chile.** Los derechos del titular registral se asemejan más a un derecho real que a un derecho de crédito. En principio, la empresa de depósito de custodia es considerada dueña de los valores que mantiene en depósito, pero esto no significa que el depositante o su mandante, en su caso, dejen de tener el dominio de los valores depositados, para el ejercicio de los derechos políticos y patrimoniales, según corresponda. La ley, además, protege los valores depositados en empresas de depósito y custodia ante cualquier evento concursal que pueda afectarlas. Si se detectare un déficit o falta de valores sin posibilidad de determinar a qué depositante afecta, o que no pudiera ser cubierto por la empresa, se seguirán efectuando las operaciones, debiéndose disminuir proporcionalmente la pérdida no cubierta. La transferencia o la constitución de derechos reales de garantía requieren, en general, la intervención de la empresa de depósito y las anotaciones contables correspondientes. Además de su responsabilidad como depositarias, las empresas de depósito y custodia deberán constituir las garantías y contratar los seguros necesarios para responder por el correcto y cabal cumplimiento de sus obligaciones. El depositante, y sus mandantes, mantendrán siempre su derecho a voto en las juntas de accionistas, de tenedores de bonos u otras asambleas semejantes, por los valores entregados en depósito, para lo cual la depositaria deberá enviar al emisor una lista con los nombres de los titulares de dichos valores, a la fecha en que, conforme a la reglamentación aplicable, tengan derecho a participar en la junta o en las otras asambleas semejantes.
- **Colombia.** El titular de los valores tiene el derecho real de propiedad sobre éstos. Los valores depositados en el Depositario de valores se encuentran segregados del balance de la entidad, por ello, en caso de un procedimiento concursal, éstos estarían excluidos de la masa de liquidación y serían devueltos a los inversores sin ninguna dificultad.

Los derechos se adquieren y transmiten mediante la anotación en cuenta. La adquisición se perfecciona el día en que el depósito realice la respectiva anotación en sus sistemas. En el Derecho colombiano, la persona que aparezca como titular de un registro se presume como legítimo titular del valor o del derecho al cual se refiere el respectivo registro. Dichas entidades emiten unos certificados que legitiman al depositante para el ejercicio de los derechos políticos y los derechos patrimoniales otorgados por el valor. Pueden constituirse garantías reales, tales como prenda y anticresis, mediante el mecanismo de anotación en cuenta. Los repos están previstos como sistema de transmisión de la propiedad en garantía, transferencia que se realiza mediante el mecanismo de la anotación en cuenta. En cuando a los mecanismos de protección de los inversores, los depósitos de valores responden por los perjuicios que cause a los depositantes hasta por culpa leve en la ejecución de las obligaciones derivadas del Contrato de Depósito. No existen, en cambio, sistemas de protección de los inversores como seguros obligatorios o fondos colectivos, en relación con la actividad de los depósitos de valores.

- **Costa Rica.** En Costa Rica, la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable de una entidad de custodia se presume titular legítimo y, en consecuencia, puede exigir que se realicen a su favor las prestaciones a las que le dan derecho los valores registrados bajo su titularidad. Los valores depositados en las entidades de custodia no formarán parte de la masa de bienes en casos de quiebra o insolvencia de la entidad de custodia. Asimismo, se establece que tampoco formarán parte de la masa de bienes en casos de quiebra o insolvencia de la entidad depositante, cuando los títulos hayan sido depositados por cuenta de terceros. La transmisión y la constitución de derechos reales de garantía exigen constancia registral. De conformidad con la Ley Reguladora del Mercado de Valores, las entidades de custodia son las competentes para expedir a los inversionistas constancias no negociables sobre los valores depositados, que demuestran la titularidad sobre los mismos. Estas constancias también sirven para la inscripción en el registro del emisor; para acreditar el derecho de asistencia a las asambleas y, en general, para ejercer extrajudicial o judicialmente los derechos derivados de los títulos, según corresponda. En relación a la protección del riesgo de custodia, la Ley Reguladora del Mercado de Valores establece que las entidades de custodia son responsables de la custodia y debida conservación de los títulos, valores o documentos que les hayan sido entregados formalmente. La normativa exige a las entidades de custodia contar con seguros que consideren coberturas para mitigar riesgos tecnológicos, desastres naturales y mala actuación de los funcionarios. No hay seguros, en cambio, que protejan al inversionista en caso de quiebra de las entidades de custodia.
- **Ecuador.** En Ecuador, el titular registral tiene un derecho real sobre sus valores, protegido en caso de concurso. Las normas aclaran que “...será propietario del valor quien conste como tal en los registros del depósito centralizado de compensación y liquidación de valores”, y que el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores ejercerá en representación de los depositantes los derechos patrimoniales inherentes a los valores que se hallen en su custodia; por lo tanto, cobrarán intereses, dividendos, reajustes y el principal de los mismos, cuando sea el caso. Se prohíbe a los depósitos cen-

tralizados ejercer los derechos extrapatrimoniales, como intervenir en juntas generales de accionistas u obligacionistas, impugnar acuerdos sociales u otros, ni siquiera en ejercicio de mandatos conferidos para el efecto. La transmisión tiene lugar por anotación contable, pero no hay reglas especiales en cuanto a la constitución de garantías reales. La responsabilidad del intermediario se somete a un régimen mixto i.e., existe responsabilidad objetiva por parte de las entidades encargadas de la llevanza del registro tratándose de garantizar la autenticidad de los actos de transferencia, gravamen o limitación que inscriban en los registros a su cargo; pero también se puede apreciar un régimen de responsabilidad por culpa, respecto del pago. Hay un “Fondo de Garantía de Ejecución” que cubre el incumplimiento del comitente y no del sistema, y un régimen de pólizas de seguro que cubre los riesgos operativos.

- **El Salvador.** El titular de la cuenta tiene un derecho real sobre los valores y este derecho resiste frente a acreedores embargantes o frente al concurso del depositario. La transferencia tiene lugar por anotaciones contables. El dueño de los valores puede ejercer los derechos derivados de los valores que posee, a través de la constancia de legitimación que emite la depositaria y, al mismo tiempo, la titularidad en el Registro Electrónico de Accionistas otorga frente al emisor la calidad de accionistas. En el caso del Registro de Accionistas, se limita la responsabilidad de la depositaria al buen funcionamiento del mismo. No existen mecanismos de protección de los inversores.
- **España.** En España, los titulares que constan en el registro de detalle tienen un derecho real, protegido en caso de concurso de la entidad participante, incluso con un mecanismo de trasvase a otra entidad a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La transferencia y constitución de garantía reales tiene lugar por vía contable. La legitimación para el ejercicio de los derechos políticos se deriva de los certificados emitidos por las entidades participantes. Por lo que hace al riesgo de custodia, las entidades e IBERCLEAR tiene un régimen de responsabilidad cuasi-objetivo y, además, existe un fondo de garantía de las inversiones que cubre hasta una determinada cantidad.
- **Guatemala.** La transmisión tiene lugar por anotación en los libros registros del emisor y la presunción de titularidad derivada de dichos libros.
- **Honduras.** Los inversores tienen un derecho real sobre los valores. La transmisión tiene lugar por anotaciones contables. En principio, a la entidad de depósito no le esta permitido ejercer los derechos derivados de los valores de sus clientes, salvo autorización de éstos. La titularidad se prueba mediante los certificados emitidos por las entidades de depósito. Las entidades de depósito están sometidas a un régimen de responsabilidad por culpa levísima.
- **México.** Para el ejercicio de los derechos derivados de los valores, la central S.D. INDEVAL, expide a sus depositantes constancias no negociables sobre los valores depositados, las cuales complementadas con el listado de titulares de dichos valores que los depositantes formulan, sirven para acreditar la titularidad de los valores y el derecho de asistencia a asambleas, así como legitimar el ejercicio de derechos que otorgan los valores

inclusive de carácter procesal en juicio en los que sea necesario exhibir los referidos valores. La transmisión por compra o venta de valores, se realiza con cargos o abonos que S.D. INDEVAL haga en las cuentas de los respectivos depositantes, la fecha relevante para perfeccionar las operaciones de compra y venta es la fecha de liquidación. La responsabilidad de las entidades depositaria y de S.D. INDEVAL es objetiva. En México, además, existe el seguro de depósito, el cual es un mecanismo que protege los recursos que los ahorradores tienen en las instituciones de bancarias pero con un monto límite establecido, por persona y banco.

- **Nicaragua.** En Nicaragua, la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable de un depositante, se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir que se realicen a su favor las prestaciones a que da derecho el valor desmaterializado o físico. El titular tiene un derecho real sobre los valores. Por ello, los valores depositados en las entidades de custodia no formarán parte de la masa de bienes en casos de quiebra o insolvencia de las mismas. Tampoco formarán parte de la masa de bienes en casos de quiebra o insolvencia del depositante, cuando los títulos hayan sido depositados por cuenta de terceros. Y la transmisión o la constitución de garantías reales se produce por vía contable: la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. Las entidades que custodien valores expedirán a los depositantes constancias sobre los documentos custodiados, las que servirán para demostrar la titularidad sobre los mismos. Las Centrales de Valores y de sus depositantes, son responsables civilmente de la custodia y administración de los títulos.
- **Panamá.** En Panamá, el derecho que adquiere un tenedor indirecto con respecto a un activo financiero (título valor), es un derecho patrimonial proporcional en el título o derecho que sobre dicho activo financiero tenga el intermediario, sin que importe en qué momento el tenedor indirecto adquirió dicho derecho bursátil ni en qué momento el intermediario adquirió dicho título o derecho sobre dicho activo financiero. Es un derecho protegido en caso de concurso, aún cuando la central tenga la condición de adquirente fiduciario. La identificación de los titulares finales para el ejercicio de los derechos societarios tiene lugar con la colaboración de LATIN CLEAR reciba una Solicitud de Determinación de Tenedores, pero en todo caso dentro del plazo y en la forma establecida en los procedimientos. Las transferencias y prendas se constituyen por anotaciones contables. El Régimen de Responsabilidad de las entidades de custodia es igual que cualquier participante del mercado, tienen responsabilidad objetiva y responsabilidad por culpa o negligencia.
- **Paraguay.** En Paraguay los inversores gozan de un derecho de crédito frente al emisor (como en las demás jurisdicciones) pero de una titularidad real frente a las entidades de custodia. En cuanto a la legitimación, como sólo se realizan anotaciones en cuenta de valores de renta fija, las casas de bolsa emiten un certificado de operación con el cual el inversor puede participar en la Asamblea de Obligacionistas. La validación de la misma, la debe realizar el representante de obligacionistas, solicitando un listado de poseedores de valores del emisor en cuestión, a las casas de bolsa y pudiendo solicitar

además a la bolsa el mismo listado con el fin de confirmar la validez. El sistema registra la transacción y comunica a las partes involucradas el cierre de la operación. La Bolsa dentro de las 48 horas, ordenará la transferencia al agente de pago, de los importes a la cuenta que corresponda para su efectiva liquidación. Las entidades encargadas serán siempre responsables ante los tenedores de valores, por los errores o irregularidades acontecidas en sus cuentas, siempre y cuando sean probadas que fueron cometidas por éstas.

- **Perú.** La Ley establece que la transmisión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta opera por transferencia contable y que la inscripción a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos y es oponible a terceros desde el momento en que se efectúa. En tal sentido, quien aparezca como titular en el registro contable de la ICLV es reputado como titular o propietario legítimo y puede exigir del emisor el cumplimiento de las prestaciones y derechos que derivan del valor; asimismo, la constitución de usufructo, gravámenes y embargos deben inscribirse en la cuenta respectiva y el gravamen será oponible a terceros desde que se produzca la inscripción en el registro contable. Por tanto, se asemeja a un derecho real, ya que se reputa al titular como propietario de los valores, protegido en caso de concurso de la entidad depositaria. La responsabilidad de las entidades de custodia es una responsabilidad por culpa.
- **Portugal.** La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, legitimada para el ejercicio de los derechos inherentes a los valores. La titularidad de los inversores equivale a un derecho de propiedad sobre los valores. La transmisión o la constitución de gravámenes (prendas) tienen lugar por anotación contable. La entidad encargada de la llevanza del registro es responsable por los errores e irregularidades de las cuentas, quedando exenta si prueba que no actuó con culpa.
- **Uruguay.** Los titulares registrales tienen derechos reales sobre los valores. En consecuencia, no están afectados por el concurso de la entidad encargada del registro contable, pues no forman parte del patrimonio de la misma. La legitimación para el ejercicio de los derechos emergentes de los valores escriturales podrá acreditarse mediante certificados que serán expedidos a tales efectos por la entidad registrante y, además, por los respectivos intermediarios de valores en el caso de valores inscritos por éstos. La transmisión de los valores escriturales, y la constitución de derechos reales sobre ellos, tendrá lugar mediante anotación contable. La inscripción en el Registro de Valores Escriturales de la transmisión a favor del adquirente, producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. Las entidades registrantes serán responsables de cualquier perjuicio que se irroge a los inversores por las deficiencias que les sean atribuibles en el cumplimiento de lo establecido previamente. Al margen de esta responsabilidad, en materia de valores, no existen seguros obligatorios ni fondos colectivos.