

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA
Facultad de Derecho

Trabajo Final de Graduación
Para Optar por el Grado de Licenciatura en Derecho

RECOMPRAS CON GARANTIA INMOBILIARIA
Y PROPUESTA DE CONTRATO PARA SU
NEGOCIACION EN LA BOLSA NACIONAL DE
VALORES

Estudiante:

Oswaldo Jervis Quirós

Ciudad Universitaria Rodrigo Facio
2009



UNIVERSIDAD DE COSTA RICA
FACULTAD DE DERECHO
ÁREA INVESTIGACION



13 de octubre 2009.

Lic.
Pedro Bernal Chaves Corrales
Decano a.i.
Facultad de Derecho

Hago de su conocimiento que el Trabajo Final de Graduación del estudiante:
JERVIS QUIROS OSWALDO

Titulado: "RECOMPRAS CON GARANTIA INMOBILIARIA Y PROPUESTA DE CONTRATO PARA SU NEGOCIACION EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES "

Fue aprobado por el Comité Asesor, a efecto de que el mismo sea sometido a discusión final. Por su parte, el suscrito ha revisado los requisitos de forma y orientación exigidos por esta Área y lo apruebo en el mismo sentido.

Asimismo le hago saber que el Tribunal Examinador queda integrado por los siguientes profesores:

Presidente:	LICDA. GUISELLE SOLORZANO GUILLEN
Secretario:	LIC. AARON MONTERO SEQUEIRA
Informante:	LIC. PEDRO BERNAL CHAVES CORRALES
Miembro:	LIC. RICARDO CASTRO CALVO
Miembro:	LIC. CARLOS CARRERA CASTILLO

La fecha y hora para la **PRESENTACION PUBLICA** de este trabajo se fijó para el día **05 de noviembre de 2009, a las 12:00 md. la Sala de Replicas.**

Dr. Daniel Gadea Nieto
Director

02 de octubre del 2009.

**Doctor
Daniel Gadea Nieto
Director Área de Investigación
Facultad de Derecho
Universidad de costa Rica.**

Estimado señor:

Por este medio le comunico que, en mi calidad de director del Trabajo Final de Graduación para optar por el grado de de Licenciada en Derecho denominado "RECOMPRAS CON GARANTIA INMOBILIARIA Y PROPUESTA DE CONTRATO PARA SU NEGOCIACION EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES" realizado por es estudiante Oswaldo Jarvis Quirós, he leído y revisado a profundidad el texto del trabajo, y he llegado a la conclusión de que el mismo, es un trabajo que permite ver hacia el futuro y analizar la necesidad de un cambio de rumbo respecto al mercado de valores a través del estudio de la realidad del mercado y la normativa, el presente trabajo, cumple con los requisitos académicos exigidos y considero exitosa su realización, razones por las cuales lo apruebo.

Atentamente,



Lic. Pedro Bernal Chaves C.

RICARDO CASTRO CALVO

San José, 3 de octubre de 2009

Doctor
Daniel Gadea
Director, Area de Investigación
Facultad de Derecho
Universidad de Costa Rica

Estimado Doctor Gadea:

Tengo el agrado de hacer de su conocimiento que he otorgado la aprobación al trabajo final de graduación denominado: ***"Recompras con garantía inmobiliaria y propuesta de contrato para su negociación en la Bolsa Nacional de Valores"*** presentado por el postulante al grado de licenciado en Derecho, ***Oswaldo Jervis Quirós***, para que proceda a la fase de exposición y defensa de tesis.

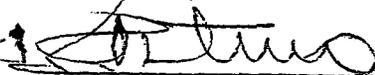
La investigación realizada por el egresado Jervis Quirós reúne los requisitos de fondo y forma que exige el área de investigación que usted dignamente dirige.

Es obligatorio de mi parte destacar la seriedad con que el postulante ha desarrollado un tema poco investigado y ha atendido las sugerencias de forma que hemos analizado conjuntamente. Pero también, es de mérito resaltar que la labor desarrollada para llegar al excelente trabajo que presentan es de él y que mi trabajo fue solamente lector.

Es por lo antes expuesto que, siento gran orgullo de otorgar mi aprobación de fondo y forma a esta tesis.

Sea la oportunidad propia para reiterarle mis altas muestras de consideración, respeto y aprecio.

Atentamente,



Lic. Ricardo Castro Calvo
Profesor Lector

01 de octubre del 2009.

**Doctor
Daniel Gadea Nieto
Director Área de Investigación
Facultad de Derecho
Universidad de costa Rica.**

Estimado señor:

Por este medio le comunico que, en mi calidad de lectora del Trabajo Final de Graduación para optar por el grado de de Licenciada en Derecho denominado · "RECOMPRAS CON GARANTIA INMOBILIARIA Y PROPUESTA DE CONTRATO PARA SU NEGOCIACION EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES " realizado por el estudiante Oswaldo Jervis Quirós, he leído y revisado a profundidad el texto del trabajo, y he llegado a la conclusión de que el mismo, cumple con los requisitos académicos exigidos y considero exitosa su realización, razones por las cuales lo apruebo.

Atentamente,


Lic. Aaron Montero

Agradecimiento

A todos los que a continuación menciono, quienes compartieron conmigo su tiempo, conocimiento, apoyo, profesionalismo y carisma, permitiéndome tener el honor de su participación como Comité Asesor:

Al Licenciado Pedro Bernal Chávez, quién además me brindó inspiración, dirección y fortaleza.

Al Licenciado Ricardo Castro, quién además me brindó confianza y aprendizaje.

A la Licenciada Guiselle Solorzano, quién además presidió el Comité Asesor y expresó por vez primera la meta alcanzada.

Al Licenciado Carlos Carrera, quién me dedicó su valiosa participación.

Al Licenciado Aarón Montero, quién mantuvo sus puertas abiertas.

También deseo agradecer:

Al Doctor Gastón Certad, que en Paz descansa, quién me permitió descubrir la existencia de un mercado bursátil.

Al Doctor Daniel Gadea, por su incansable apoyo.

A la señora Leda Murillo, por su profesionalismo, guía y paciencia.

Dedicatoria

A mis dos Hijos, quienes me hacen sentir el Cielo todos los días.

A mi Esposa, quién con su amor, dedicación, sabiduría y apoyo, hace que mi corazón no deje de adorarla y admirarla.

A mi Madre, quién es la encarnación y gloria de lo que defino como Mamá.

A mi Padre, quién me enseñó las herramientas para abrir camino en esta dura vida llena de retos.

A mis tres Hermanos, quienes con su cariño, trayectoria y apoyo incondicional, me permiten vivir el inmenso privilegio de ser su hermano mayor.

A mis Abuelos, quienes con sus logros invaluable que tanto admiro, me demuestran que la edad no es obstáculo para dejar de amar, aprender y crear.

A mis cinco Sobrinos, quienes me hacen posible amar como un tío.

A mis Suegros, quienes con su cariño, apoyo, confianza y compañía, me brindan el calor de su ejemplar hogar.

A todos mis Familiares y Amigos, quienes siempre me han abierto sus puertas con el corazón.

A todos mis Familiares y Amigos que han partido, quienes con sus gratos recuerdos, me dicen que hay que disfrutar cada momento porque la vida es corta.

INDICE

INTRODUCCION.....	1
TITULO I: BOLSA NACIONAL DE VALORES.....	6
CAPITULO I. Ley Reguladora del Mercado de Valores.....	6
1.1 De la Operación de Recompra.....	6
(A) Concepto.....	6
(B) Elementos que componen las operaciones de Recompra.....	9
(1) Sujetos.....	9
(2) Dinero.....	10
(3) Precio.....	11
(4) Plazo.....	13
(5) Garantía.....	13
(C) Elementos bursátiles que permiten la transacción de una Recompra.....	14
(1) Puestos de Bolsa.....	15
(2) Agentes de Bolsa.....	16
(3) Fideicomiso.....	16
(4) Títulos Valores.....	17

(D) Entes reguladores y custodios.....	18
(1) La Central de Valores.....	19
(2) La Bolsa Nacional de Valores y Bolsa de Comercio.....	19
(3) Superintendencia General de Valores.....	20
(E) Mecanismo de negociación a la luz de la Bolsa Nacional de Valores.....	21
(1) El Puesto de Bolsa.....	21
(2) Fideicomiso.....	22
(3) Depósito en CEVAL.....	22
(4) Operación a hoy y a plazo.....	23
(a) Operaciones a hoy o de contado.....	23
(b) Operaciones a plazo.....	24
1.2 GARANTÍA.....	25
(A) Concepto.....	25
(B) Tipos de títulos valores sometidos en garantía.....	26
<i>a. Las garantías con títulos inscritos</i>	<i>27</i>
1. Títulos de Propiedad.....	28
2. Títulos de Propiedad en dólares (TP\$A).....	28
3. Títulos Tasa Básica.....	29
4. Bonos de Estabilización Monetaria (BEM).....	29

5. Títulos Tudes:	30
6. Títulos Indexados.....	30
7. Títulos de Renta Real (TPR).....	30
8. Títulos Dolec.....	30
9. Eurobonos.....	30
10. Bono Brady.....	30
11. Certificados de depósito a plazo (CDP y CDP\$).....	31
12. Certificados de inversión y participación hipotecaria (CIH y CPH).....	31
13. Certificados de Inversión Inmobiliaria (CII).....	31
14. Certificados de Inversión.....	31
15. Certificados de Inversión y Participación Hipotecaria (CIH y CPH).....	32
(b) Las garantías con títulos no inscritos.....	32
TITULO II. BIENES INMUEBLES COMO GARANTIA DE RECOMPRA.....	38
CAPITULO I: BIENES INMUEBLES COMO GARANTIA.....	38
1.1 Generalidades.....	38
(a) Definición.....	39
(b) Formas de valoración.....	41

(1) La declarada por el propietario.....	42
(2) Valoración fiscal.....	42
(3) La valoración municipal.....	43
(4) Un perito.....	44
2.2 FIDEICOMISOY TITULARIZACION.....	47
(A) Fideicomiso como instrumento de garantía.....	47
1. Concepto Legal y Doctrinario.....	47
2. Forma de Constitución.....	50
3. Características.....	51
4. Elementos Subjetivos del Fideicomiso.....	53
5. Clasificación de los Fideicomisos.....	55
(B) Concepto de Titularización.....	57
1. Sujetos que componen la titularización.....	60
1.1. Originador.....	60
1.2 Sociedad de titularización.....	61
1.3. Estructurador.....	63
1.4. Calificadora de riesgo.....	63
1.5. Colocador.....	65
1.6. Inversionista.....	66

1.7. Representante de los tenedores.....	66
(C) Vías jurídicas de titularización y sus diferentes tipos.....	67
1. Patrimonio Autónomo.....	67
2. Fondos Comunes.....	67
(D) Titularización Inmobiliaria.....	69
CAPITULO II: CONTRATO DE RECOMPRA CON GARANTIA INMOBILIARIA.....	73
2.1 Elementos y particularidades del Contrato de Recompra.....	75
a) Un acuerdo	75
b) Objeto.....	75
c) Certificado de Garantía Inmobiliaria.....	76
d) El fin.....	79
e) Sujeto.....	79
f) Ámbito de acción.....	82
g) Secreto Bursátil.....	87
h) Leyenda del contrato.....	89
i) Norma aplicable.....	109
1. Código de Comercio.....	109
2. Ley Reguladora del Mercado de Valores.....	110
3. Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores.....	111

4. Reglamento Administrativo de la Central de Valores de la Bolsa Nacional de Valores.....	112
5. Reglamento sobre operaciones de reporto de la Bolsa Nacional de Valores.....	112
2.2 Modificaciones normativas necesarias para la aplicación de esta figura.....	113
1. Código de Comercio.....	113
2. Ley Reguladora del Mercado de Valores.....	114
3. Reglamento de Oferta Pública de Valores.....	115
4. Reglamento sobre Operaciones de Reporto.....	117
CONCLUSIONES.....	121
BIBLIOGRAFIA	123

FICHA BIBLIOGRAFICA

Jervis Quirós, Oswaldo (2009), “RECOMPRAS CON GARANTÍA INMOBILIARIA Y PROPUESTA DE CONTRATO PARA SU NEGOCIACIÓN EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES. Trabajo Final de Graduación para Optar por el Título de Licenciatura en Derecho. Ciudad Universitaria Rodrigo Facio. Universidad de Costa Rica.

Director: Lic. Pedro Bernal Chaves Corrales

Palabras Claves: Bolsa Nacional de Valores, Ley Reguladora del Mercado de Valores, Operación de Recompra, Elementos bursátiles, Entes reguladores y custodios, Garantía, títulos valores, *títulos inscritos*, títulos no inscritos, Bienes Inmuebles, Fideicomiso, Titularización, Contrato de Recompra, Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores, Reglamento sobre operaciones de reporto de la Bolsa Nacional de Valores

Resumen

La actividad bursátil se ha desarrollado desde hace aproximadamente cuatro décadas en nuestro país. Gracias a esto se ha logrado conocer el inmenso potencial económico que ofrece a sus participantes, las negociaciones a través de una bolsa de valores.

A través del mercado organizado de valores, los inversionistas pueden realizar sus transacciones en una forma regulada, ágil, transparente y líquida. Este mercado financiero permite el acceso a los mayores demandantes de instrumentos de inversión. El sistema bursátil es cambiante, todos los días debe enfrentarse a las exigencias del mercado, lo cual exige que nazcan nuevos

El mercado bursátil está ordenado por la Ley Reguladora del Mercado de Valores entre otras normativas, dentro de ella se regula la Operación de Recompra, siendo ésta aquel instrumento bursátil que las partes acuerdan transar a través de una Bolsa, una cantidad de dinero, sea en colones o dólares, a un determinado precio por un plazo definido, quedando en garantía, para aquél que paga el precio, los títulos valores que ha depositado previamente quién recibe los fondos bajo las condiciones pactadas. Una vez cumplido el plazo, la propiedad de los títulos es regresada a su dueño original previo pago del dinero originalmente recibido más el precio pactado.

El mercado bursátil debe evolucionar junto con los cambios que afectan la economía nacional y mundial. Por ello es la imperante necesidad que el mercado de valores brinde nuevas oportunidades de negociación como lo podrían ser las operaciones de recompra con garantía inmobiliaria.

Con la normativa actual y el ambiente en los entes reguladores de la actividad bursátil, es poco probable que un bien inmueble pueda considerarse un título valor negociable en la Bolsa Nacional de Valores, sin embargo existe la posibilidad de transar un título valor que provenga de un fideicomiso y que pueda ser utilizado como garantía en una operación de recompra, ya que con aceptación previa de las partes, el instrumento puede ser transado en dicho mercado siempre que las condiciones de garantía sean satisfactorias para ambas partes.

Es por esta razón, buscando los fines indicados, que se propone mediante este trabajo, un **CONTRATO DE FIDEICOMISO PARA LA NEGOCIACION DE CERTIFICADOS DE GARANTIA INMOBILIARIA** a través de las operaciones de recompra en la Bolsa Nacional de Valores.

De esta manera se crearía un nuevo instrumento de financiamiento y a su vez de inversión, a los participantes del mercado bursátil costarricense, fomentando el financiamiento a través de activos como bienes inmuebles, y por otro lado brindando al ahorrante nuevas alternativas de inversión donde colocar sus excedentes de dinero.

INTRODUCCIÓN

Gracias a la experiencia bursátil acumulada en casi dos décadas en el medio financiero, he logrado conocer el inmenso potencial económico que ofrecen a sus participantes las negociaciones a través de una bolsa de valores. Este es el motivo que me ha servido de inspiración para seleccionar y desarrollar el tema del trabajo que a continuación presento.

Mediante un sistema bursátil ampliamente desarrollado a través de una bolsa de valores, los inversionistas pueden realizar sus transacciones en una forma regulada, ágil, transparente y líquida. Este mercado financiero permite el acceso a los mayores demandantes de inversión, que mediante títulos valores buscan colocar su ahorro; así, por otro lado, otras personas físicas o jurídicas pueden lograr captar recursos para el desarrollo de sus proyectos mediante la venta de dichos títulos valores. Sin excepción, en el mundo que nos rodea, el sistema bursátil es cambiante; todos los días debe enfrentarse a las exigencias del mercado, lo cual hace que nazcan nuevos productos o medios de captación y de inversión que satisfagan las necesidades de sus participantes, como podrían ser los bienes inmuebles.

Con este trabajo, se pretende probar como HIPOTESIS que, a pesar de los cambios que vive el medio bursátil, poco toman en cuenta los bienes inmuebles, y no son lo suficientemente apreciados como elementos potenciales sumamente valiosos y aptos para ser incorporados en el sistema bursátil nacional, lo cual muestra un problema grave, ya que limita en una porción muy importante, la posibilidad de creación de nuevos instrumentos de captación e inversión, así como la incorporación en el medio de participantes adicionales.

Para la realización de este trabajo, se plantearon los siguientes objetivos:

Objetivo General:

Analizar la posibilidad de realizar recompras con títulos valores que sean representativos de garantías inmobiliarias, a través de la Bolsa Nacional de Valores, según los elementos existentes en la legislación actual.

Objetivos Específicos

1. Analizar en la “Ley Reguladora del Mercado de Valores” conceptos básicos sobre las operaciones bursátiles, y demás aspectos necesarios para comprender la operación de recompra y el medio bursátil local en el que se desenvuelve.

2. Examinar los conceptos de bienes inmuebles como garantía en general, fideicomiso y titularización e información básica sobre cada uno de ellos.

3. Identificar los elementos necesarios de los contratos y las regulaciones aplicables.

4. Formular un documento que sirva de contrato que permita la negociación en bolsa de operaciones de recompra con garantía inmobiliaria.

5. Analizar la normativa costarricense, en busca de la posibilidad jurídica de utilizar la figura propuesta.

Siguiendo lo anterior, mediante el tema desarrollado en el presente trabajo, llamado “RECOMPRAS CON GARANTÍA INMOBILIARIA Y PROPUESTA DE CONTRATO PARA SU NEGOCIACIÓN EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES”, propongo el uso de un instrumento bursátil que permita a todos aquellos propietarios de bienes inmuebles, obtener financiamiento sin la necesidad de vender el bien, a través de un sistema ordenado, regulado, ágil y transparente. Asimismo, se pretende lograr con este

nuevo instrumento bursátil, el acceso a mayores volúmenes de ahorro y la diversidad tan necesaria, de productos financieros en un mercado cada vez más sofisticado.

La METODOLOGIA de la presente investigación tiene un enfoque descriptivo de los conceptos, sujetos y elementos que participan en la actividad bursátil regulados entre otras, por la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Además mediante un proceso deductivo, se busca solucionar un problema general en el medio financiero actual, el cual, como ya se ha mencionado en líneas anteriores, surge de la escasez o poca variedad de instrumentos financieros por un lado, y, por el otro, de la poca participación que tienen los bienes inmuebles como fuentes creadoras de nuevas figuras bursátiles. De esta forma, partiendo de este panorama general, vemos específicamente que parte del problema es la escasez de contratos e instrumentos bursátiles permitidos por los entes reguladores y las normas que lo regulan, que podrían aprovechar los bienes inmuebles como garantía a través de operaciones de recompra.

Por esta razón, la investigación será de índole bibliográfica, que permita tener una clara visión de los diferentes elementos conceptuales y normativos que intervienen dentro de las operaciones bursátiles y mayormente de la operación de recompra.

En este sentido, se realizará una investigación bibliográfica-conceptual, y normativa de las posibilidades que existen de implementar, dentro de las operaciones de recompra, un bien inmueble como garantía.

Con base en lo anterior, la revisión bibliográfica es fuente fundamental en la recolección de la información, y estará basada principalmente en la recopilación de la doctrina nacional e internacional que verse sobre el tema en estudio. De igual forma se realizará una revisión de la normativa relevante y a nivel nacional.

También para conocer el tema en la práctica, se realizaron una serie de entrevistas a personas que conocen sobre la materia, por ser sujetos conocedores y activos del mercado bursátil costarricense.

Para dicha revisión, se pretende consultar todo aquel material bibliográfico al que se tenga acceso, en las distintas bibliotecas jurídicas locales.

Para lograr una solución especial a dicho problema general, el presente trabajo de investigación se ha estructurado de la siguiente manera: La parte final está compuesta por dos títulos: el Primer Título denominado “Bolsa Nacional de Valores”, basado en términos generales, el cual permite brindar al lector una serie de información necesaria para comprender, a través de su *único Capítulo* llamado “Ley Reguladora del Mercado de Valores”, conceptos básicos regulados en dicha ley, dentro de la cual se tratan temas como “la Operación de Recompra” y “Garantía”, las regulaciones, elementos, entidades y demás aspectos necesarios para comprender la operación de recompra y el medio bursátil local en el que se desenvuelve.

Siendo los bienes inmuebles un elemento con fuerte potencial para la creación de nuevos instrumentos bursátiles en nuestro medio bursátil, mediante el Segundo Título denominado “Bienes Inmuebles como Garantía de Recompra”, en su *Capítulo Primero* se trata el tema de “Bienes inmuebles como garantía en general”, además de los “Conceptos de Fideicomiso y Titularización”, donde se brindará información específica de dichas figuras, así como la descripción de mecanismos financieros que permiten el agrupamiento y negociación de propiedades fideicometidas, como lo es la titularización.

Finalmente, mediante la presentación de un contrato, en el *Capítulo Segundo* del Título II denominado “Contrato de Recompra con Garantía Inmobiliaria”, se presentan los elementos necesarios para comprender su contenido y las regulaciones aplicables al documento de contrato que se redacta

al final de dicho Capítulo. Concluye con un ligero análisis de la normativa costarricense, en busca de la posibilidad jurídica de utilizar la figura propuesta.

Siendo este un tema que nace de la sofisticación del mercado financiero, así como de las necesidades particulares de nuevos participantes en el mercado de títulos valores, en esta investigación, autores conocedores de la materia brindan valiosa información procedente tanto de sus libros como a través de sus trabajos de tesis, lo cual se ha combinado con entrevistas de importantes y activos miembros del sistema bursátil nacional, fundamentado paralelamente con los diferentes códigos y reglamentos que ordenan el medio indicado.

TITULO I: BOLSA NACIONAL DE VALORES

CAPITULO I. Ley Reguladora del Mercado de Valores

1.1 De la Operación de Recompra

(A) Concepto.

Las operaciones de recompra no fueron previstas en la Ley Reguladora del Mercado de valores, pues los legisladores incluyeron más bien la figura del reporto, sin embargo el que funciona en la práctica es el primero. Siendo el caso costarricense el reporto una adaptación del contrato de recompra.¹ Las operaciones de recompra, conforman quizá el instrumento de inversión más utilizado en el Mercado Secundario en las transacciones diarias que se celebran en la Bolsa Nacional de Valores. El Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores define las recompras como *“las operaciones mediante las cuales las partes contratantes acuerdan la compraventa de títulos valores, y su retrocompra, al vencimiento de un plazo y un precio convenidos”*².

Las operaciones de recompra, se conocen también como operaciones de reporto que a pesar de tener leves diferencias *“el reporto es un contrato que tiene aplicación en los mercados de valores desarrollados, como por ejemplo Italia, España, México, etc. En Costa Rica, ... la figura no es aplicable tal y como está formulada. Esto se debe a que nuestro mercado de valores presenta*

¹ ARIAS CORDOBA (Fabio), Recompra ¿Reporto o préstamo? Revista Ivstítia, N° 151 y 152 mes Julio y agosto, 1999.

²Reglamento sobre Operaciones de Reporto Artículo 2 .

características singulares que lo impiden, como es el hecho de que la mayoría de los títulos que se negocian son títulos individuales. Por ese motivo en nuestro país fue ideada la figura de recompra, que si bien es cierto presenta importantes similitudes con el contrato de reporto, lo cierto es que también presenta diferencias básicas que impiden reducirla a este último”¹, por ello el reporto, nombre que aunque es menos popular dentro del léxico bursátil local, se encuentra definido en la Ley Reguladora del Mercado de Valores como “El reporto es un contrato por el cual el reportado traspasa en propiedad, al reportador, títulos valores de una especie dada por un determinado precio, y el reportador asume la obligación de traspasar al reportado, al vencimiento del plazo establecido, la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie, contra el reembolso del precio, que puede ser aumentado o disminuido en la medida convenida. Este contrato se perfecciona con la entrega de los títulos”².

Por todo lo anterior, podemos entender por operaciones de recompra, aquellas mediante las cuales las partes acuerdan transar a través de una Bolsa, una cantidad de dinero, sea en colones o dólares, a un determinado precio por un plazo definido, quedando en garantía, para aquél que paga el precio, los títulos valores que ha depositado previamente quién recibe los fondos bajo las condiciones pactadas. Una vez cumplido el plazo, la propiedad de los títulos es regresada a su dueño original previo pago del dinero recibido más el precio pactado.

En la práctica, el instrumento de recompra ofrece liquidez a quienes poseen títulos valores sin necesidad de venderlos en forma definitiva, “*Por medio de este instrumento, brindamos a los tenedores de títulos valores la opción de obtener liquidez, por períodos cortos de tiempo, sin tener que redimirlos en mercado secundario.*”

¹ MOLINA CHAVES (Karol) y UMAÑA ALVAREZ (Milena). El Contrato de Recompra, Tesis para optar por el título de Licenciadas en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1994, p 151

² Ley Reguladora del Mercado de Valores. Capítulo IV. Art. 49.

Como contrapartida, inversionistas de corto plazo tienen la posibilidad de efectuar inversiones, tanto en sector público como privado, según sean sus preferencias y necesidades, con el respaldo del título del puesto vendedor y un porcentaje de garantía previamente establecido.”¹

En cuanto a su naturaleza jurídica, esta se encuentra íntimamente ligada con la materia mercantil *“no es posible negar el carácter mercantil de la bolsa de comercio, esta naturaleza deriva de la actividad que allí se despliega: un sinnúmero de actos de comercio realizados con la intermediación de personas tanto físicas como jurídicas, dentro de las cuales se destaca la compraventa bursátil.”²*

Como se ha indicado en líneas anteriores, el instrumento de recompra nace de la necesidad de buscar liquidez mediante títulos valores a los que el propietario no desea vender en el mercado en forma definitiva o permanente, en términos más sencillos, autoriza cederlos en garantía y de esta forma obtener el capital requerido o pactado, el que a su vez está delimitado por el valor de la garantía, y por un plazo que en la práctica bursátil costarricense es en promedio de 30 días y no mayor a un año *“en el caso del contrato bursátil la causa se refiere a los fines de colocación de capital o a la especulación o a ambas y sobre todo a la captación de recursos, que puede decirse es uno de los fines principales de este contrato.”³*

En cuanto a su origen en el medio costarricense, existen dos tendencias válidas que definen su nacimiento, por un lado está la que afirma que su origen data de más de 25 años y que se debe al uso de los corredores de bolsa por buscar nuevos instrumentos de inversión para sus clientes y de esta forma dar un mayor dinamismo al mercado bursátil. No necesariamente este origen se

¹ Entrevista con el MBA Mario Laclé, Corredor de Bolsa, 15 de mayo del 2009

² MOLINA CHAVES (Karol) y UMAÑA ALVAREZ (Milena). El Contrato de Recompra, Tesis para optar por el título de Licenciadas en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1994, p 13

³Ibid p 18

debe a una guía paralela que nuestros corredores de bolsa hayan dado de la figura de recompra en aquel tiempo con la figura del reporto, todo lo contrario, este origen se debe incluso partiendo de un desconocimiento del reporto, a la necesidad de buscar un vehículo de financiamiento mediante títulos valores *“en otras palabras, quienes sostienen este criterio aseguran que la recompra surgió, exclusivamente de la invención de algún agente de bolsa costarricense que comenzó a practicar el negocio, que luego fue gustado por otros agentes que a su vez decidieron realizar negocios similares,..”*¹

(B) Elementos que componen las operaciones de Recompra.

De acuerdo con el concepto de las operaciones de Recompra, se pueden identificar diversos elementos que la componen, todos girando en torno a una característica común de tipicidad en un único centro físico de operación, actualmente operando en nuestro país tanto la Bolsa Nacional de Valores como la Bolsa de Comercio, sin embargo por vivir en la era tecnológica actual, me atrevo a decir que el centro físico de transacción lo conforma el sistema de remate computarizado en red a lo largo del país, *“puede decirse que dichas operaciones mercantiles se caracterizan por el lugar en que se efectúan y porque denotan cierta uniformidad que es lo que les da el carácter de tipicidad.”*²

Basados en el orden de la descripción original, podemos decir que dichos elementos se conforman de la siguiente manera: (1) Sujetos que participan de la transacción; (2) Dinero; (3) Precio; (4) Plazo; (5) Garantía y (6) Pago final.

(1) Sujetos: Los sujetos podemos definirlos como las personas físicas o jurídicas que componen ambas partes del negocio. Uno es el que deposita los

¹ Ibíd. P 72

² MOLINA CHAVES (Karol) y UMAÑA ALVAREZ (Milena). El Contrato de Recompra, Tesis para optar por el título de Licenciadas en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1994, p 19

títulos valores en garantía, o sea el reportado, y el otro es el que paga el monto pactado pretendiendo recuperar su inversión a un plazo y por un precio previamente determinado, o sea el reportador.

Quién entrega los títulos en garantía, puede ser una persona física o jurídica, lo hace por la razón de recibir un financiamiento a cambio, ese financiamiento está compuesto por una serie de elementos como: el monto, precio y plazo. Esta persona, o sea el reportado, utiliza los títulos de su propiedad como garantía que serán depositados de previo en una Central de Depósito de Valores, siendo esta, por autorización de la Bolsa Nacional de Valores, la CEVAL. El inversionista, o sea el reportador, con base en un acuerdo con el reportado, de monto, precio y plazo, acepta en garantía los títulos valores depositados y paga. Una vez cumplido el plazo, el reportado paga al reportador el monto inicialmente recibido más el precio pactado, y recupera así nuevamente la propiedad de los títulos valores.

(2) Dinero: Este se define como “moneda corriente”¹, entendiéndose en sentido amplio aquel valor que permite cumplir obligaciones “*cualquier signo representativo de valor de las cosas, que permite cumplir las obligaciones, efectuar los cambios o indemnizar los daños y perjuicios*”². Este elemento se refiere al monto pactado, puede ser tanto en colones como en dólares según acuerdo de las partes. Debido a que existe una garantía, esta será la que establezca la limitación de la suma a transar. Si bien es cierto que el monto lo establecen las partes contratantes, este no puede superar el valor de la garantía depositada, siendo esta determinada por las características del título y su valor de mercado.

Una vez realizada la transacción, el reportado recibe el dinero pactado, pudiendo hacer libre uso de este, bajo el compromiso de regresarlo en las

¹ CABANELLAS DE TORRES (Guillermo). Diccionario Jurídico Elemental, Colombia. D’Vinni Editorial Ltda., 2003, p 131

² *Ibid.*, p 258

condiciones definidas en el pacto. Por otro lado, el reportador, quién cuenta con una garantía depositada en una Central de Custodia, adquiere los derechos o beneficios del título durante el plazo de la operación de recompra.

Al vencimiento del plazo establecido, el reportador recibirá de regreso el monto entregado al reportado más un precio, caso contrario se procede a la ejecución de la garantía para honrar la deuda y los gastos consecuentes.

(3) Precio: Este se refiere al costo del dinero a prestar, el cual es producto de una tasa de interés aplicable al *valor de una cosa en dinero*¹. *“En el caso de las recompras negociadas a través de la Bolsa Nacional de Valores, por tratarse de una transacción de “Mercado Secundario”², el precio es fijado, no mediante una “tasa de interés”³ sino más bien a través de un “rendimiento”⁴. El precio, que en este caso se traduce en el rendimiento, se establece de acuerdo con las condiciones de mercado, donde se consideran elementos como el monto a transar, el plazo, características del título depositado en garantía, y adicionalmente el grado de liquidez que exista en el mercado al momento de ejecutarse la transacción durante la sesión de Bolsa.*

El monto a transar normalmente es un elemento de peso para establecer el precio, debido a que el mercado busca volumen, para ello beneficiará más en cuanto a precio, aquellas operaciones que sean por montos mayores, y castigará aquellas de montos más bajos. O sea, al buscar volumen, el mercado en la mayoría de los casos fija un rendimiento más bajo para aquellas operaciones de montos altos, y fijará un rendimiento mayor, para aquellas operaciones de montos bajos. Para los “operadores de bolsa”⁵, es más atractivo

¹ CABANELLAS DE TORRES (Guillermo). Diccionario Jurídico Elemental, Colombia. D’Vinni Editorial Ltda., 2003, p 314

² Mercado Secundario: Es aquel en que se efectúa la transferencia de títulos ya emitidos. Art. 39 Reglamento General de La Bolsa Nacional de Valores

³ Tasa de interés: Se llama tasa de interés o rédito al tanto por ciento al que está invertido un capital en una unidad de tiempo.

⁴ Rendimiento: Es la suma de su rentabilidad y crecimiento.

⁵ Operador de bolsa: Es el miembro del mercado bursátil o financiero que realiza operaciones en una bolsa.

transar operaciones grandes contra las pequeñas, ya que la dedicación es muy similar en transacciones voluminosas con respecto a las menos voluminosas, pero no así las utilidades o comisiones generadas, ya que a mayor volumen, normalmente es mayor el ingreso.

El plazo es un elemento también importante a considerar para establecer el precio, debido a que normalmente cuanto más largo sea el plazo, mayor debería ser el costo, o sea en este caso, mayor debería ser el rendimiento. El mercado considera esta relación, debido a que entre mayor sea el plazo para la recuperación de la inversión, hay un incremento del riesgo, el cual a manera de compensarlo el inversionista cobra un rendimiento mayor.

Las características del título también afectan el precio en una operación de recompra, esto debido a que su valoración dependerá del tipo de "emisor"¹, sea público o privado, fecha de vencimiento y "periodicidad de pago"².

El grado de "liquidez"³ que exista en el mercado al momento de ejecutarse la transacción durante la sesión de bolsa, es un elemento de peso para definir el precio de la operación de recompra, esto debido a que independientemente de todos los elementos mencionados en líneas anteriores, la transacción podrá realizarse dependiendo de la liquidez del mercado para ese momento. En las bolsas internacionales este elemento se le llama "cash" que quiere decir dinero en efectivo.⁴ Ante un mercado líquido, entendiéndose este por aquel que se encuentre lo más próximo posible a la definición de "cash", en esa medida es más probable que los rendimientos de transacción sean menores

¹ Emisor: Ente que realiza la emisión. Pueden ser emisores de valores mobiliarios las personas jurídicas, públicas, privadas, nacionales y extranjeras y también las personas físicas cuando se trate de títulos con garantía hipotecaria.

² Periodicidad de pago: Tiempo que transcurre entre el pago de una cuota y la siguiente.

³ Liquidez: Mayor o menor facilidad con que se redime, negocia o se convierte en efectivo un título valor en cualquier momento, de acuerdo con el volumen y frecuencia con que se transe en bolsa.

⁴ CABANELLAS DE TORRES (Guillermo). Diccionario Jurídico, Argentina, Editorial Heliasta, Volumen 1, 2001, p 119

a los que se requerirían para lograr la negociación ante un mercado ilíquido. En un mercado ilíquido, por el motivo que sea, normalmente debe incrementarse el rendimiento para que la operación de recompra sea atractiva al inversionista.

(4) Plazo: El plazo de una operación de recompra, es el tiempo pactado que transcurre desde la fecha en que se recibe el dinero en calidad de préstamo, hasta la fecha establecida para su devolución con su respectivo precio. Este plazo no puede ser mayor al del título depositado en garantía *“Los títulos valores que sean objeto de operaciones de recompra, no podrán tener un plazo inferior al plazo de la obligación de recompra. Podrán negociarse bajo esta modalidad títulos y valores que no se encuentren sujetos a plazos de vencimientos”*¹.

El plazo es un elemento importante a considerar en el precio ya que a mayor plazo el mercado normalmente percibe un mayor riesgo, esto debido a que entre más transcurra el tiempo, mayor es la incertidumbre de pago ya que al reportado puede verse afectada su solvencia con el pasar del tiempo. A pesar de tratarse de elementos válidos en el mercado, existen excepciones que regularmente ocurren en las sesiones de bolsa, ya que podremos encontrar ocasiones en que el inversionista, o sea el reportador, prefiere recibir un rendimiento menor, a cambio de obtener una fecha determinada de vencimiento de la recompra, aunque este plazo sea mayor del que el mercado aceptaría por el rendimiento pactado.

(5) Garantía: Un elemento básico en una operación de recompra lo comprende la garantía, la cual está respaldada mediante un título valor previamente depositado en una Central de Valores, siendo el caso de la Bolsa Nacional de Valores la entidad correspondiente se llama CEVAL (abreviación de Central de Valores). Para ello deben estar registrados y ser negociables en la Bolsa Nacional de Valores *“Podrán ser objeto de las operaciones de recompra,*

¹ Ley Reguladora del Mercado de Valores. Sistema operativo para la realización de las operaciones de recompra. Capítulo I. Art. 5.

los títulos y valores negociables en los mercados que la Bolsa Nacional de Valores organiza, emitidos por el Sector Público y Privado, sean o no títulos de deuda, siempre y cuando tengan alta presencia bursátil, de conformidad con los criterios que establezca la Bolsa...”¹.

El reportado, al buscar financiamiento dando en garantía los títulos valores, se desprende de la propiedad de dichos valores por el plazo de la recompra, y son cedidos al reportador por el mismo período, sin dejar de ser custodiados por la Ceval. Esta transmisión, puede generar una serie de beneficios, que salvo pacto en contrario, son de uso y disfrute del reportador o inversionista. *“En las operaciones de recompra, la propiedad de los títulos se traspasa con su entrega..., los intereses, dividendos y otros beneficios que se deriven de los títulos y valores objeto de las operaciones de recompra, y que sean exigibles durante el plazo de dichas operaciones, corresponderán al vendedor final a plazo, salvo que las partes manifiesten expresamente en el contrato de bolsa, su voluntad de regirse bajo la regla general contenida en el numeral citado. Esta misma estipulación podrá hacerse respecto de los frutos de los títulos y valores que se entreguen como garantía.”²*

(C) Elementos bursátiles que permiten la transacción de una recompra:

La Ley Reguladora del Mercado de Valores hace mención de la recompra como “reporto”, y lo define como *“...un contrato por el cual el reportado traspasa en propiedad, al reportador, títulos valores de una especie dada por un determinado precio, y el reportador asume la obligación de traspasar al reportado, al vencimiento del plazo establecido, la propiedad de otros tantos*

¹ Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Sistema operativo para la realización de operaciones de recompra. Capítulo II. Art. 4.

² Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Sistema operativo para la realización de operaciones de recompra. Capítulo II. Art. 7.

títulos de la misma especie, contra el reembolso del precio, que puede ser aumentado o disminuido en la medida convenida. Este contrato se perfecciona con la entrega de los títulos.”¹ Para ser posible este tipo de transacción en Bolsa, deben existir una serie de elementos, entre ellos: (1) Puestos de Bolsa; (2) Agentes de Bolsa; (3) Fideicomiso; (4) Títulos valores y (5) Central de Valores entre otros.

(1) Puestos de Bolsa: “Los puestos de bolsa serán personas jurídicas, autorizadas por las bolsas de valores correspondientes y de conformidad con los requisitos establecidos en esta ley, para formar parte de ellas y, además, para realizar las actividades autorizadas en esta ley.”² Los puestos de bolsa deben cumplir y respetar lo establecido en la Ley Reguladora del Mercado de Valores, específicamente en el Título IV, Capítulo Único, denominado Puestos de Bolsa, ya que son las únicas personas jurídicas autorizadas para realizar transacciones a través de una Bolsa, está de acuerdo con su Reglamento, adjudicará dicha facultad a aquellos Puestos que cumplan con la formalización de los respectivos contratos, en el caso de la Bolsa Nacional de Valores “Podrían realizar operaciones de recompra los Puestos de Bolsa que suscriban un contrato con la Bolsa Nacional de Valores, mediante el cual se comprometan al cumplimiento de las obligaciones dispuestas en el presente Sistema Operativo.”³

Los puestos de bolsa cumplen una función básica para la existencia del mercado bursátil, ya que mediante estas personas jurídicas se canaliza la atención y servicio bursátil de todo aquel que desee comprar o vender instrumentos de inversión a través de una bolsa de valores “...el puesto de bolsa realiza cuatro funciones básicas: (a) Promoción: El puesto, a través de su agente de bolsa, establece contactos con inversionistas para interesarlos en el mercado y hacerlos invertir. (b) Administración: el puesto debe manejar en forma eficiente

¹ Ley Reguladora del Mercado de Valores. Capítulo VI. Art. 49.

² Ley Reguladora del Mercado de Valores. Capítulo VI. Art. 53.

³ Compendio de Normas de la Bolsa Nacional de Valores. Libro IV. Título I. Sección II. Capítulo I. Art. 2

las cuentas de los clientes... (c) Operación: está relacionado con la negociación que se realiza en el salón de remates de la bolsa. (d) Análisis Bursátil: los puestos, al igual que la bolsa, deben analizar las diferentes variables económicas y financieras que influyen en la actividad bursátil.”¹

(2) Agentes de Bolsa: “Los agentes de bolsa serán las personas físicas representantes de un puesto de bolsa, titulares de una credencial otorgada por la respectiva bolsa de valores, que realizan actividades bursátiles a nombre del puesto, ante los clientes y ante la bolsa. Las órdenes recibidas de los clientes serán ejecutadas bajo la responsabilidad de los puestos de bolsa y de sus agentes.”² Los agentes de bolsa son las únicas personas físicas, quienes a través de un puesto de bolsa, están autorizados a realizar transacciones en una Bolsa, estos deben cumplir con los requisitos establecidos en esta Ley específicamente los Artículos 60 y siguientes del Título IV, Capítulo Único, denominado Puestos de Bolsa así como el artículo 24 y siguientes del Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. “El agente de bolsa surge como un representante del puesto de bolsa, esto en virtud de la necesidad de ejecutar la actividad intermediadora en los negocios de bolsa.... el puesto por ser un ente abstracto no puede ejecutar directamente su función intermediadora para ello requiere de personas físicas.”³

(3) Fideicomiso: Una operación de recompra requiere de un contrato entre las partes, en el caso de la Bolsa Nacional de Valores, se establece de previo un fideicomiso “El contrato que suscriban los Puestos de Bolsa con la Bolsa Nacional de Valores para la celebración de operaciones de recompra, deberá contener el compromiso irrevocable de los Puestos para concertar un

¹ MOLINA CHAVES (Karol) y UMAÑA ALVAREZ (Milena). El Contrato de Recompra, Tesis para optar por el título de Licenciadas en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1994, p 29

² Ley Reguladora del Mercado de Valores. Capítulo VI. Art. 60.

³ MOLINA CHAVES (Karol) y UMAÑA ALVAREZ (Milena). El Contrato de Recompra, Tesis para optar por el título de Licenciadas en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1994, p 31

*fideicomiso, en donde ellos, por su cuenta o en representación de sus clientes, figuren como fideicomitentes y a la vez fideicomisarios, y la Bolsa Nacional de Valores como fiduciario.*¹ La Bolsa Nacional de Valores se limitará como fiduciario, a la administración de los bienes fideicometidos, según acuerdo de las partes. Quién aporta los títulos valores, objeto de la operación de recompra para su administración, en este caso el fideicomitente, asume los gastos respectivos ante la Central de Valores, ente instruido a la custodia del bien.

(4) Títulos Valores: De manera general, un valor es un instrumento que surge para proporcionar seguridad y facilidad a la transmisión de derechos, transformando los mismos en valores que son fácilmente transmisibles. Todo valor se caracteriza por ser negociable y estar agrupado en emisiones *“documento que acredita una deuda pública o un valor mercantil”*²

Gastón Certad al hablar del concepto de Título Valor hace una aclaración importante y dice: *“La expresión “título valor” no designa un fattispecie concreta determinada, en la realidad no encontramos al “título valor” en su estado puro, sino documentos que mientras corresponden a las características generales de esta categoría jurídica, al mismo tiempo, presentan connotados particulares, que redundan en la adopción de una terminología específica (p. ej. Letra de cambio, cheque, conocimientos de embarque, acción, etc.) que es la única que tiene eficacia individualizante del documento mismo en el plano social”*.³

No es posible afirmar que exista un concepto homogéneo de "título-valor" dentro de la doctrina que se encarga del estudio del Derecho Comercial. “En términos generales, puede decirse que título valor es el documento al cual

¹ Compendio de Normas de la Bolsa Nacional de Valores. Libro IV. Título I. Sección II. Capítulo II. Art.11.

² CABANELLAS DE TORRES (Guillermo). Diccionario Jurídico Elemental, Colombia. D’Vinni Editorial Ltda., 2003, p 385

³ CERTAD MAROTO (Gastón), Comentarios a la Reforma operada por la Ley Reguladora del Mercado de Valores al Libro III del los Títulos Valores del Código de Comercio. Revista IVSTITIA. N° 63 mes marzo, volumen año 6, 1992. Pág. 6-8

se incorpora un derecho, de manera tal que documento y derecho se fusionan en una sola entidad y se hacen conjuntamente necesarios para su ejercicio y transmisión”.¹ Vivante por su parte los define como “*los títulos necesarios para ejercitar un derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora*”.² Como luego veremos, actualmente debido a los grandes progresos tecnológicos, la necesaria presencia del "documento" para ejercitar el derecho se comienza a cuestionar. La Ley del Mercado de Valores, amplía la acepción de un valor de su representación únicamente física y la extiende a un sentido tanto documentario como de anotación en cuenta.

Si bien es cierto que la recompra la podemos clasificar dentro de la familia de los títulos valores, el fideicomiso es el vehículo mediante el cual se establecen los parámetros para la negociación de dichos títulos. Así las cosas, una recompra cuya garantía es un título valor previamente depositada en una central de valores, como en el caso de la Bolsa Nacional de Valores lo sería la CEVAL, esta garantía es para el caso que nos compete, el fideicomiso que regula los términos de la transacción así como la custodia del inmueble en garantía. .

(D) Entes reguladores y custodios.

En un mercado regulado, como lo es el bursátil, opera en nuestro país una serie de instituciones que velan por la transparencia del mercado y el cumplimiento de las regulaciones establecidas. En el caso de las garantías depositadas para la negociación de operaciones de recompra, las cuales se definen directamente en la Ley Reguladora del Mercado de Valores, dependen

¹ CACHON BLANCO (José Enrique), Derecho del Mercado de Valores, T.I, Madrid, Editorial Dykinson, 1992, pág. 124

² Vivante citado por TORREALBA (Octavio) , Las Leyes Latinoamericanas sobre Títulos Valores y la Doctrina Italiana, 1º edición, Juricentro, San José, Costa Rica, 1987

de la fiscalización de instituciones tales como: (1) Central de Valores, (2) Bolsa de Valores o Bolsa de Comercio y la (3) La Superintendencia General de Valores

(1) Central de Valores: es la institución por excelencia destinada a la custodia de los títulos valores que se transan a través de una Bolsa de Valores. Si bien es cierto que los títulos valores depositados en garantía para la negociación de una recompra, no son negociados, en el sentido que no se venden ni se compran con la simple negociación de la operación de recompra a menos que se requiera ejecutar la garantía por incumplimiento, estos valores deben quedar en la custodia de una entidad que figure como garante de cumplimiento entre las partes, y esta es la función entre otras, de una Central de Valores.

En este caso particular, la Central de Valores en la Bolsa Nacional de Valores, juega un papel de custodio de un valor que ha sido depositado como garantía de cumplimiento de una transacción bursátil, y como tal se rige por un reglamento propio denominado Reglamento Administrativo de la Central de Valores de la Bolsa Nacional de Valores S.A.

(2) Bolsa Nacional de Valores y Bolsa de Comercio: son las entidades mediante las cuales se transan los títulos valores en nuestro mercado bursátil o bien los productos de comercio.

En el caso de las garantías bursátiles, si bien es cierto que se encuentran bajo la custodia de la Central de Valores, esta última se rige en primera instancia por las disposiciones reguladoras que emite la Bolsa Nacional de Valores.

Siendo la Bolsa Nacional de Valores el pilar por el cual existe la Central de Valores, no es por ello una entidad cuya función directa sea la custodia de valores depositados en garantía, las normativas propias de esta entidad, son de tipo general y poco específicas en la materia, ya que es la Central de Valores, la

encargada como hemos mencionado anteriormente de realizar dicha función. De todos modos, el Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores, regula todo lo referente a Puestos de Bolsa en su Capítulo IV en adelante, Agentes de Bolsa desde el artículo 24, Normas aplicables a ambos a partir del Capítulo V, y los diferentes tipos de mercados en que la bolsa se desarrolla, mencionado en el Capítulo VI.

(3) Superintendencia General de Valores: En el caso de la Bolsa Nacional de Valores, cualquier conflicto que no logre ser solucionado dentro de las instituciones directamente relacionadas con dicha Bolsa, deberá ser resuelto en una instancia inmediatamente superior que es la Superintendencia General de Valores. Esta es representada por un Superintendente, quién a través de esta entidad, es la responsable de regular y fiscalizar entre otras cosas, todo lo relacionado al mercado bursátil. Dentro del tema de las recompras, siendo la Superintendencia General de Valores una instancia superior, fiscaliza en forma general todo lo relacionado en ese ámbito. Su función en este caso, está más orientada a diseñar y fiscalizar las regulaciones aplicables, y determinar, en momentos de conflicto, si son correctas las resoluciones que dicten en la materia tanto la Central de Valores como la Bolsa Nacional de Valores. Es una entidad de servicio que tiene como fin especial organizar, regular y promover las actividades realizadas a través del Mercado Público de Valores, así como efectuar el seguimiento y supervisión de los agentes que actúan en dicho mercado, con el fin de proteger los intereses de los inversionistas y velar por la transparencia del mercado. Las entidades que prestan sus servicios en el mercado público de valores, tales como las bolsas de valores, las firmas comisionistas de bolsa, los comisionistas independientes, los depósitos centralizados de valores, las sociedades administradoras de fondos de inversión, los fondos de garantía que se constituyen en el Mercado Público de Valores, las Sociedades Administradoras de los depósitos centralizados de valores y las

calificadoras de valores, se encuentran debidamente reglamentadas y vigiladas por esta Superintendencia.

(E) Mecanismo de negociación a la luz de la Bolsa Nacional de Valores.

Toda operación de recompra requiere de una serie de elementos básicos para su existencia. Dentro de estos elementos están: (1) Puestos de Bolsa; (2) Fideicomiso; (3) Depósito en Ceval; y (4) Operación a hoy y a plazo.

(1) El Puesto de Bolsa: es aquella persona jurídica debidamente autorizada por la Bolsa Nacional de Valores para realizar intermediación bursátil. *“Son Puestos de Bolsa las personas jurídicas autorizadas por la Bolsa de conformidad con los requisitos establecidos en la ley, para formar parte de ella y, además, para realizar las actividades autorizadas por la ley.”*¹ Adicionalmente la Ley Reguladora del Mercado de Valores cita *“Los puestos de bolsa serán personas jurídicas, autorizadas por las bolsas de valores correspondientes y de conformidad con los requisitos establecidos en esta ley, para formar parte de ellas y, además, para realizar las actividades autorizadas en esta ley. Contra la decisión de autorizar un puesto de bolsa cabrá recurso de apelación ante la Superintendencia. Las operaciones que se efectúen en las bolsas de valores deberán ser propuestas, perfeccionadas y ejecutadas por un puesto de bolsa.”*²

Dentro de las actividades permitidas, está comprar y vender valores en bolsa, siendo la recompra un instrumento bursátil considerado como un valor, son los Puestos de Bolsa las únicas entidades autorizadas por la Bolsa Nacional de Valores para transar dichos valores a través de la sesión bursátil.

¹ Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Puestos de Bolsa Nacional de Valores. Capítulo IV. Artículo 11.

² Ley Reguladora del Mercado de Valores. Título IV. Artículo 53.

(2) Fideicomiso: Los Puestos de Bolsa que realicen operaciones de recompra, deben ceder la custodia y administración de los títulos en garantía. Para ello la Bolsa Nacional de Valores exige un contrato de fideicomiso *“El contrato que suscriban los Puestos de Bolsa con la Bolsa Nacional de Valores para la celebración de operaciones de recompra, deberá contener el compromiso irrevocable de los Puestos para concertar un contrato de fideicomiso, en donde ellos, por su cuenta o en representación de sus clientes, figuren como fideicomitentes y a la vez fideicomisarios, y la Bolsa Nacional de Valores, como fiduciario. Por virtud de este fideicomiso, la Bolsa recibirá la propiedad fiduciaria de los títulos y valores que sean objeto de las operaciones de recompra, para administrarlos en las formas y condiciones dispuestas en el presente sistema operativo, y aquellas que las partes acuerden en los respectivos contratos de bolsa.”*¹ De esta forma, la Bolsa Nacional de Valores al constituirse fiduciario, velará por el cumplimiento de las condiciones de recompra, siendo así una garantía adicional en la que se velará por el cumplimiento de las condiciones pactadas en la operación de recompra.

(3) Depósito en CEVAL: Dos tipos de entes reciben ese nombre de acuerdo con la Ley Reguladora del Mercado de Valores. En primer lugar, las entidades autorizadas por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) para administrar el registro en anotación en cuenta de las emisiones realizadas por los emisores privados. El Banco Central de Costa Rica, responsable de administrar el registro en anotación en cuenta de las emisiones del estado, podrá delegar total o parcialmente la administración de dicho registro en una Central de Valores así definida. Aún no ha sido autorizada para funcionar ninguna Central de Valores en este sentido. En segundo lugar, se denomina “central de valores” a las entidades privadas autorizadas por la SUGEVAL para brindar los servicios de custodia de valores. En Costa Rica existe una sociedad

¹ Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Sistema operativo para la realización de operaciones de recompra. Capítulo I. Art. 11.

anónima especializada en la custodia de valores que pertenece a la Bolsa Nacional de Valores S.A. y se denomina Central de Valores S.A. (CEVAL)

Siendo la Central de Valores la entidad autorizada por la Bolsa Nacional de Valores para la custodia de títulos valores, es requisito indispensable para la realización de una operación de recompra, el depósito previo del título valor entregado en garantía durante el transcurso del plazo de la operación.

(4) Operación a hoy y a plazo: Diariamente las transacciones bursátiles se llevan a cabo mediante diferentes tipos de operaciones, entre ellas las llamadas a futuro, a premio o bien las que se realizan de contado o a hoy y las que son a plazo. En el caso particular de las operaciones de recompra, encontramos que estas se forman de dos tipos de operaciones, *“La operación de recompra comprende dos operaciones que pueden ser de contado, sea a hoy u ordinaria, o a plazo, y la otra a plazo, celebradas en el mismo acto y contrato de bolsa...”*¹

(a) *Operaciones a hoy o de contado:* Son aquellas que se ejecutan normalmente al siguiente día hábil bursátil luego de haberse transado en la sesión de bolsa. El nombre a “hoy”, de este tipo de operaciones, se refiere a que años atrás, este tipo de transacciones se ejecutaban el mismo día con una diferencia de horas del momento en que eran rematadas o subastadas en la sesión bursátil. Al incrementarse el volumen de transacciones, el sistema debió modificarse para que la ejecución o su liquidación, se efectuara al siguiente día hábil bursátil, sin embargo el Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores extiende el plazo de liquidación, para algunos casos, hasta un máximo de siete días hábiles. *“Operaciones de contado: Para ser liquidada el mismo día o en los plazos en que determine la Bolsa, comprendidos dentro de los siete días hábiles posteriores al que se concierten”*².

¹ Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Características de las operaciones. Capítulo II. Art. 8.

² Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Operaciones bursátiles. Capítulo VIII. Art. 42.

Como vemos entonces, una operación de recompra, está compuesta por una transacción que se ejecuta a hoy o de contado, y simultáneamente se genera una a plazo, la cual se ejecuta a futuro. Esta primera operación, la llamada “a hoy”, contiene las características del título valor cuya propiedad está siendo transferida, del vendedor al comprador. Adicionalmente indica las condiciones en que dicha transacción se ha acordado, como lo son el monto a recibir en el caso del vendedor y el monto a pagar en el caso del comprador, el costo que tendrá que pagar el vendedor y el rendimiento que recibirá el comprador, así como el plazo por el cual se realizará la negociación. Por ser esta una operación de contado o a hoy, es que la ejecución se realiza normalmente al siguiente día hábil bursátil, de tal modo, que en ese momento, se realiza el traspaso del título en garantía por parte del vendedor simultáneamente con el pago de contado que realiza el comprador. Es aquí donde la CEVAL juega otro de sus importantes papeles, ya que restringirá de las cuentas que mantiene el Puesto de Bolsa representante del vendedor, el título valor negociado al mismo tiempo que debitará del Puesto de Bolsa que represente al comprador, el monto a pagar, brindando de esta forma seguridad de ejecución en las condiciones pactadas para ambas partes. En capítulos posteriores podremos analizar más detenidamente esta mecánica de operación para comprender mejor el proceso.

(b) Operaciones a plazo: Son aquellas que se ejecutan en una fecha futura, previamente indicada en la transacción bursátil. Este tipo de operaciones, contienen las mismas características de las primeras, con la diferencia que definen el vencimiento, de una recompra, ya que evitan que los acuerdos negociados entre el vendedor y comprador queden a perpetuidad, o sea que fijan una fecha final que genera al cumplirse ésta, la devolución de la garantía que haya recibido el comprador, así como el pago más el interés sobre el monto que haya recibido el vendedor. “Operaciones a plazo: Para ser liquidadas en un

*plazo superior al establecido para las operaciones al contado...*¹ En este tipo de operaciones, es que la CEVAL juega otro papel muy importante como fiduciario, ya que realiza una gestión inversa a la efectuada en la operación a hoy, regresa o libera el título valor en garantía a las cuentas del puesto de bolsa representante del vendedor simultáneamente debitando de ésta, el monto adeudado para serle acreditado a favor del puesto de bolsa que representa el comprador, siendo los puestos de bolsa responsables de cobrar, en el caso del vendedor, y de acreditar en el caso del comprador, los dineros cancelados, así como liberar en favor del vendedor, el título dado en garantía. Para su ejecución, basta simplemente que la fecha a futuro se cumpla.

1.2 GARANTÍA

(A) Concepto.

La garantía es la forma genérica de afianzar el cumplimiento de una obligación. *“Afianzamiento o fianza”*². La garantía como cosa que asegura y protege contra algún riesgo o necesidad, es en las transacciones bursátiles normalmente representado mediante títulos o valores debidamente indicados en un contrato de fideicomiso que se celebra entre la Bolsa Nacional de Valores y los puestos de bolsa, y estos últimos con sus clientes. Los puestos de bolsa son responsables, ante la Bolsa Nacional de Valores, del cumplimiento de los acuerdos pactados en una operación de recompra *“Los Puestos de Bolsa serán, frente a la Bolsa Nacional de Valores, los responsables por el cumplimiento de las obligaciones que se deriven de las operaciones de recompra...”*³ De esta

¹ Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Operaciones bursátiles. Capítulo VIII. Art. 42.

² CABANELLAS DE TORRES (Guillermo). Diccionario Jurídico Elemental, Colombia. D’Vinni Editorial Ltda., 2003, p 178

³ Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Garantías de cumplimiento. Capítulo III. Artículo 12.

forma, todo aquél que como cliente, celebre una operación de recompra sea vendedor o comprador, es porque ha sido autorizado por el puesto de bolsa que le represente, es éste quién tiene la obligación de exigir el cumplimiento de todos los requisitos necesarios para que el cliente califique como tal, ya que el fiduciario, en este caso la Bolsa Nacional de Valores, exigirá al puesto de bolsa el cumplimiento de las obligaciones pactadas en la operación de recompra, independientemente que el puesto de bolsa haya formalizado dicha obligación con su cliente.

(B) Tipos de títulos valores sometidos en garantía.

Las recompras están garantizadas por títulos valores, entendiéndose estos como documentos financieros que representan deuda pública o valor comercial, debidamente registrados en Bolsa, de esta forma las partes conocen las características y valoración del documento en garantía, a su vez la liquidez que este posea ante una eventual ejecución. Aún así, es permitido el depósito de garantía mediante valores equivalentes al monto pactado, como puede ser el caso de dinero en efectivo y otro tipo de valores “... Sin embargo, las bolsas de valores quedan facultadas para realizar transacciones con títulos o valores no inscritos en ese Registro. Para estos efectos, la Superintendencia señalará, mediante disposiciones de carácter general, los requisitos de información que sobre los emisores, los títulos y las características de estas operaciones, las bolsas deberán hacer de conocimiento público. Los valores referidos en este párrafo no podrán ser objeto de oferta pública. Las bolsas de valores deberán velar porque las operaciones con títulos o valores no inscritos, se realicen en negociaciones separadas del mercado para títulos inscritos, y estén debidamente identificadas con un nombre que indique que los valores allí transados no están sujetos a la supervisión de la Superintendencia...”¹

¹ Ley Reguladora del Mercado de Valores. Capítulo I. Art. 22.

De esta forma podemos clasificar las garantías de una operación de recompra, entre otras formas, de acuerdo con la inscripción previa de los títulos valores ante la Bolsa. Tenemos así las garantías con títulos inscritos y las garantías con títulos no inscritos.

(a) Las garantías con títulos inscritos: Son aquellas que están respaldadas por títulos valores previamente indicados y registrados en Bolsa, siendo las más comunes las que se encuentran cubiertas mediante títulos valores de tipo bursátil. Gracias al avance tecnológico de los mercados hoy en día, y buscando instrumentos que sean idénticos en sus emisiones, los títulos, en su gran mayoría, son representados mediante macrotítulos y a su vez estandarizados. El primero es un documento físico que representa una emisión completa, indicando en este características tales como emisor, moneda de emisión, fecha de emisión y vencimiento, condiciones de pago de intereses si los hay, múltiplos de fraccionamiento, lugar de custodia, etc. Con esto se logra una reducción de gastos de creación y operativos en la emisión, custodia y administración de los valores en este representados, *“El macrotítulo es un mecanismo de representación de valores muy utilizado actualmente, el cual tiene una serie de ventajas y reducción de riesgos importantes.”*¹ Esta figura, requiere de un elemento fundamental para su existencia, el cual es la estandarización. Ello significa que las características de una emisión serán idénticas aunque sea fraccionado, ya sea mediante cuentas electrónicas o mediante títulos físicos individuales. Los títulos estandarizados *“Son aquellos títulos fungibles, homogéneos y que pertenecen a una emisión estandarizada. Se manejan mediante una anotación electrónica de cuenta y son representados por un macrotítulo. Pueden ser físicos siempre y cuando la denominación del físico este representada por la denominación de la emisión.”*²

¹ Compendio de Normas de la Bolsa Nacional de Valores. Emisores. Libro Quinto. Inciso b página 242.

² Compendio de Normas de la Bolsa Nacional de Valores. Diferentes Mercados. Libro Cuarto. Horarios de los Mercados y características. Página 179.

Adicionalmente a lo anterior, dentro de la misma clasificación de títulos inscritos, encontramos el tradicional título individual no macrotítulo, que como su nombre lo indica, es aquel emitido por el emisor con características propias y que no puede ser fraccionado.

Como se dijo, un título inscrito es aquel que se encuentra inscrito en el Registro de Nacional de Valores e Intermediarios y que han recibido la autorización de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Existiendo siempre la posibilidad de la negociación de títulos no inscritos que cumplan con los requisitos que determine la Sugeval.

Dentro de los valores que se negocian en bolsa podemos encontrar, los que son emitidos por el sector público entre los que encontramos los siguientes:¹

1. **“Títulos de Propiedad:** Valores en colones emitidos por el Banco Central de Costa Rica. Se subastan, en forma conjunta, con los Bonos de Estabilización Monetaria del Banco Central de Costa Rica, los martes de cada semana o el día hábil siguiente. Se emiten por series; cada serie tiene una única fecha de vencimiento por plazo para grupos de cuatro o cinco subastas. Los plazos de captación son de uno, tres, seis y doce meses. El monto mínimo de cada oferta es de 250 mil colones. Los nominales son de 50 mil colones y se negocian en múltiplos de ese monto. Se emite únicamente un macrotítulo por plazo y por tasa de descuento, custodiado por la central de valores. En todos los casos se emiten títulos cero cupón. Sus intereses están sujetos al 8% de retención del Impuesto sobre la Renta.

2. **Títulos de Propiedad en dólares (TP\$A):** Valores emitidos por el Ministerio de Hacienda, que se colocan a través de una subasta semanal. Los plazos de captación son de seis y nueve meses; y de uno,

¹ <http://www.bnv.co.cr/faq/ask2.asp>

dos, tres, cinco y quince años. Se ofrecen por montos mínimos de \$5.000. Son de periodicidad trimestral (4 pagos de intereses al año). Su rendimiento consiste en la Tasa Libor semestral para el día hábil inmediato anterior al inicio del respectivo trimestre más un margen de referencia previamente definido por la Tesorería Nacional, según el plazo. Los intereses generados están exentos del Impuesto de Renta.

3. **Títulos Tasa Básica:** Valores en colones emitidos por el Ministerio de Hacienda, con tasa de interés ajustable que se colocan a través de subastas semanales. Se pueden adquirir a plazos de dos, tres, cuatro, cinco, diez y quince años, con denominaciones mínimas de un millón de colones. Son de periodicidad semestral y su rendimiento consiste en el promedio de las Tasas Pasivas a seis meses en colones de los bancos comerciales y entidades financieras (excluyendo el Departamento Hipotecario), y de las tasas de la subasta conjunta a seis meses vigentes al inicio de cada trimestre que comprende el cupón, más un margen de referencia previamente definido por la Tesorería Nacional, según el plazo. Los intereses generados están sujetos al 8% del Impuesto de Renta.

4. **Bonos de Estabilización Monetaria (BEM):** Valores en colones emitidos por el Banco Central de Costa Rica, con el fin de administrar la Política Monetaria. Se subastan, en forma conjunta con los Títulos de Propiedad de Bonos de Deuda Interna del Ministerio de Hacienda, los martes de cada semana o el día hábil siguiente. Se emiten por series; cada serie tiene una única fecha de vencimiento por plazo para grupos de cuatro o cinco subastas. Los plazos de captación son de uno, tres, seis y doce meses. El monto mínimo de cada oferta es de 250 mil colones. Los nominales son de 50 mil colones y se negocian en múltiplos de ese monto. Se emite únicamente un macrotítulo por plazo y por tasa de descuento custodiado por la central de valores. En todos los

casos se emiten títulos cero cupón. Los intereses están sujetos al 8% de retención del Impuesto sobre la Renta.

5. **Títulos Tudes:** Valores emitidos por el Ministerio de Hacienda. Se ofrecen en dos modalidades: amortizables semestralmente y al vencimiento. Los intereses se pagan semestralmente. el principal y los intereses se cancelan en colones según el valor que tenga la Unidad de Desarrollo (UD).

6. **Títulos Indexados:** Valores en colones emitidos por el Ministerio de Hacienda, que reconocen un ajuste por la devaluación.

7. **Títulos de Renta Real (TPR):** Valores emitidos en colones por el Ministerio de Hacienda. Pueden ser adquiridos en mercado primario únicamente por las entidades públicas sujetas a las disposiciones de la Autoridad Presupuestaria. Se ofrecen a plazos de 28, 56, 84, 168, 252, y 336 días por montos mínimos de un millón de colones. Los intereses se pagan cada 84 días y corresponden a la inflación del período que cubre cada cupón, calculadas con las Unidades de Desarrollo más un margen.

8. **Títulos Dolec:** Valores emitidos contra la garantía de Bonos de Deuda Interna depositados en el Banco Central. Son títulos denominados en dólares estadounidenses y pagados en colones.

9. **Eurobonos:** Valor negociable de una emisión de deuda realizada y colocada en el exterior. En muchas emisiones se establece un tipo de interés fijo sobre la Tasa Libor.

10. **Bono Brady:** Valor que permitió la reestructuración de las deudas que los países en desarrollo tenían con bancos comerciales extranjeros, por medio de la emisión de bonos, extendiendo el plazo de

vencimiento y en muchos casos avalando el principal de los nuevos bonos con títulos del Tesoro de los EE.UU.

11. **Certificados de depósito a plazo (CDP y CDP\$):** Valores en colones y en dólares emitidos por los bancos estatales. Los plazos, el valor nominal y la tasa de interés varían según las políticas de cada emisor; los intereses de los certificados en colones se les retiene el 8% de Impuesto de Renta, mientras que los de los valores en dólares están exentos de este gravamen.

12. **Certificados de Inversión y Participación Hipotecaria (CIH y CPH):** Valores en colones emitidos por bancos estatales con el propósito de refinanciar programas de vivienda. Se pueden adquirir de uno a seis meses plazo. Los montos son definidos por cada institución. Tienen tasa de interés fija y se pagan en forma mensual, trimestral o semestral. A los intereses se les aplica el 8% de Impuesto sobre la Renta

Por último tenemos los Títulos Emitidos por el Sector Privado, entre los cuales encontramos

13. **Certificados de Inversión Inmobiliaria (CII):** Valores en colones y en dólares emitidos por las mutuales y las cooperativas. El monto mínimo, la tasa de interés y los plazos dependen de las políticas de captación de cada institución. Los intereses generados por estos certificados están exentos de impuestos.

14. **Certificados de Inversión:** Valores de deuda en colones y en dólares que emiten las empresas privadas. Los plazos, el valor nominal y la tasa de interés varían según las políticas de cada emisor. Se

llama papel comercial a los certificados de inversión a menos de 360 días y bonos a dichos certificados a más de 360 días. Mientras que a los intereses de los certificados en colones se les retiene el 8% de Impuesto de Renta, los de los certificados en dólares están exentos de este gravamen.

15. **Certificados de Inversión y Participación Hipotecaria (CIH y CPH):** Valores en colones emitidos por mutuales con el propósito de refinanciar programas de vivienda. Se pueden adquirir de uno a seis meses plazo. Los montos son definidos por cada institución. Tienen tasa de interés fija y se pagan en forma mensual, trimestral o semestral. A los intereses se les aplica el 8% de Impuesto sobre la Renta.”

(b) Las garantías con títulos no inscritos: Son aquellas que están respaldadas por títulos valores que no se encuentran previamente indicados ni registrados en bolsa, siendo de su potestad, aceptar estos mediante ciertos parámetros, donde la Superintendencia señalará una serie de disposiciones para su aplicación. El fideicomiso según Raúl Cervantes Ahumada es un "un negocio jurídico por medio del cual el Fideicomitente constituye un patrimonio autónomo, cuya titularidad se atribuye al fiduciario, para la realización de un fin determinado".¹ De dicho contrato de fideicomiso, se puede desprender un documento o instrumento de negociación en una bolsa, que para el caso de la Bolsa Nacional de Valores, debe reunir los requisitos previamente establecidos.

En relación con los requisitos para que un título valor sea negociable en Bolsa se desprende de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y del Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores, que respecto a la oferta pública de valores *“Sólo podrán ser objeto de oferta pública en el mercado primario, las*

¹"Títulos y Operaciones de Crédito", Editorial Herrero, S. A. 9a. Edición, pág. 289.

*emisiones de valores en serie conforme a las normas dictadas reglamentariamente por la Superintendencia y autorizadas por ella”.*¹

En este sentido el reglamento de Oferta Pública de Valores dice “*Únicamente podrán ser objeto de Oferta Pública de Valores emitidos en forma estandarizada. Se consideran emisiones de valores estandarizadas aquellas provenientes de un mismo emisor en las que todos los valores que las componen confieren a su tenedor idénticos derechos y obligaciones...*”².

¹ Artículo 10.- Objeto de oferta pública LRMV

² Artículo 9 —Emisiones estandarizadas. En el caso de valores de deuda, ya sea de papel comercial, bonos, bonos convertibles en acciones o productos estructurados, la identidad deberá referirse cuando resulte aplicable a las siguientes características:

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

En caso de emisiones de valores con cero cupón no aplica lo indicado en los incisos e. y f. El Superintendente podrá exceptuar que las emisiones cumplan con algunas o todas de las características mínimas en atención a la naturaleza de los valores a registrar.

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

Los valores emitidos individualmente, o emitidos junto con otros pero sin que constituyan propiamente valores en serie, pueden emitirse de conformidad con la legislación mercantil aplicable, pero no podrán ser objeto de oferta pública. Sin perjuicio de lo anterior, podrán negociarse en bolsa en rueda separada, conforme a los límites y condiciones establecidos en el Título VIII de este Reglamento.

En el caso de valores accionarios estos deben emitirse en forma estandarizada de modo que concedan los mismos derechos patrimoniales a todos los accionistas de una misma serie.

Sobre este tema es importante mencionar el Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores que en el artículo 2 da el concepto de valor ¹, además en el artículo 3 menciona los títulos valores que por su naturaleza se consideran valores negociables en bolsa dentro del mercado primario, como lo son las acciones emitidas por sociedades anónimas, así como cualquier otro documento que pueda dar derecho a la suscripción de acciones, las obligaciones negociables emitidas por un emisor público o privado, los documentos que tengan la naturaleza de títulos valores según la ley o la práctica mercantil y los certificados de participación de los fondos de inversión.²

Por otra parte dentro del mercado secundario pueden negociarse según el artículo 22 de LRMV como oferta pública las emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, pero además las bolsas de valores quedan facultadas para realizar transacciones con títulos o valores no inscritos en ese Registro pero no podrán ser objeto de oferta pública. Deberán ser negociadas en una rueda aparte y debidamente identificados indicando que no son objeto de supervisión por parte de la Superintendencia, su plazo no podrá exceder de 360 días.

Un tema importante es el de las operaciones de reporto o recompras, los valores objeto de estas transacciones según el artículo 5 del Reglamento sobre operaciones de reporto podrán ser objeto de este tipo de operaciones, los valores estandarizados que se encuentren admitidos a negociación en los mercados organizados por la Bolsa, pudiendo ser valores de deuda, accionarios o de participación, salvo lo estipulado en el artículo 18 del presente reglamento³ el cual aplicará únicamente para el reporto tripartito...

¹ “Se considera valor cualquier derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento que, por su configuración jurídica y régimen de transmisión, pueda ser objeto de negociación en un mercado de valores.”

² Artículo 3 del Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores. Además ver artículos 4, 10, 11. del mismo reglamento.

³ Artículo 18.- Valores objeto de este tipo de operación

Sobre las operaciones de reporto la Bolsa Nacional de Valores en su capítulo 3 sección 1 trata la rueda REPO Y RREP donde se negocian los reportos tripartitos y dice que solo podrán negociarse todos aquellos instrumentos autorizados por la Bolsa para ser utilizados como colaterales en este tipo de negociación. Podrán ser objeto de este tipo de operaciones, los valores estandarizados que se encuentran admitidos a negociación en los mercados organizados por la Bolsa, pudiendo ser valores de deuda, accionarios o de participación, que se encuentren detallados en la metodología para la valoración de instrumentos y garantías.

De esta forma siempre que se cumpla con los requisitos establecidos por parte de la Bolsa Nacional de Valores para su previa aceptación, por tratarse de un título que no se encuentra inscrito en dicha bolsa. *“...los reportos de valores objeto de oferta pública deberán realizarse por medio de los respectivos miembros de las bolsas de valores... La Superintendencia reglamentará los casos excepcionales en los cuales las bolsas podrán autorizar operaciones fuera de los mecanismos normales de negociación, siempre que sean realizadas por medio de uno de sus miembros y bajo las normas de la Superintendencia. Estas normas fijarán, al menos, los tipos de operación que podrán autorizarse y los montos mínimos. En todo caso, estas operaciones se realizarán bajo la responsabilidad de las partes y no podrán fijar precio oficial.”¹*

De acuerdo con las características analizadas anteriormente, es poco posible que un fideicomiso pueda considerarse como un título estandarizado

Podrán ser objeto de operaciones de reporto tripartito, los valores que se encuentren admitidos a negociación en los mercados organizados por la Bolsa pudiendo ser valores de deuda, accionarios o de participación. La Gerencia de la Bolsa informará periódicamente sobre los valores negociables mediante éstas operaciones en Reglas de Negocio.

¹ Ley Reguladora del Mercado de Valores. Título III Capítulo I. Art. 23

debido a que los contratos de fideicomiso no pueden ser idénticos , pero eso no impide que el título que de este se desprenda pueda ser utilizado como garantía en una operación de recompra, ya que con aceptación previa de las partes, el instrumento puede ser transado en bolsa siempre que las condiciones de dicha garantía sean de satisfacción de ambas partes. Podemos observar que la normativa vigente es abierta a aceptar este tipo de instrumentos *“Cada emisión podrá garantizarse adicionalmente mediante los instrumentos usuales para garantizar obligaciones comunes tales como hipoteca, prenda o fideicomiso de garantía sobre bonos o papel comercial. Estos valores deberán estar depositados en una entidad financiera fiscalizada por la Superintendencia General de Entidades Financieras o en una central de valores. También podrán garantizarse mediante prenda sin desplazamiento o garantía de entidades autorizadas para tal efecto. En estos casos, la Superintendencia podrá fijar límites al monto de la emisión en relación con el valor de las garantías.”*¹ Gracias a esta puerta que se abre, es que en los capítulos posteriores analizaremos la figura de recompra con garantía de un bien inmueble cedido mediante un fideicomiso de garantía, adicionalmente con posibilidad de incorporar varios bienes inmuebles en garantía de una operación de recompra mediante el proceso de titularización. Así el vendedor a hoy en esta transacción, pretende un financiamiento con garantía de bienes inmuebles a un menor costo del que lograría frente a una entidad bancaria.

El inversionista o vendedor a plazo en una operación de recompra, busca mediante este instrumento, un vehículo que le genere la rentabilidad en el plazo establecido de acuerdo con el riesgo que asume para lograrlo. De esta forma, el bien inmueble es un instrumento válido como garantía siempre que esta mediante un fideicomiso sea aceptada por las partes.

Si analizamos los títulos valores de carácter bursátil que se transan en bolsa, son instrumentos que describen información que es analizada por las

¹ Ley Reguladora del Mercado de Valores. Título II Capítulo II. Art. 19.

partes, de esa forma el mercado puede establecer su precio. Entre esos elementos se encuentran, el monto y la moneda en que es emitido, el emisor, plazo de vencimiento, periodicidad de pago de interés, etc..., con esto las partes pueden determinar el valor de mercado que dicho instrumento tiene al momento de ser transado en una sesión de bolsa. Es importante mencionar, que la liquidez de un instrumento, entendiendo esta como “...*bienes fácilmente convertibles en dinero...*”¹ será determinada por la oferta y demanda en el mercado, para lo cual es de suma importancia que los mayores compradores acepten y se encuentren debidamente autorizados para la compra de este tipo de instrumentos para sus carteras, me refiero específicamente a los diversos fondos de inversión y de pensión que imperan en el mercado nacional, logrando de esta forma entrar en un mercado de mayor volumen y liquidez.

En el caso específico de las recompras con garantía inmobiliaria mediante contratos de fideicomiso, esta debe contener toda la información necesaria para que el mercado pueda determinar su valor y riesgo.

Una recompra con garantía inmobiliaria por tanto, deberá mostrar al mercado, como información relevante para que el inversionista pueda determinar su valoración, una serie de detalles propios de la propiedad o propiedades en garantía depositados en garantía en el fideicomiso. Siendo esta una información especializada, es que debe ser canalizada mediante una calificadora o entidad reconocida que pueda mostrar al mercado la valoración de los inmuebles depositados en garantía mediante un lenguaje financiero que pueda ser reconocido fácilmente, como bien puede ser una calificación de riesgo A o sea que la calidad del inmueble se encuentra por encima de la media o promedio en unidades con características similares, AA o sea que la calidad del inmueble es alta con respecto a otras unidades similares, y AAA que significa la mejor calidad que se podría esperar de un inmueble, todos los anteriores comúnmente utilizados por las calificadoras de riesgo a nivel mundial mostrando los grados de

¹ Diccionario de la Lengua Española.

inversión o especulación que tiene una emisión. La propuesta de valoración anterior, obedece a la simbología aplicada en términos financieros para calificar empresas de acuerdo con su capacidad de pago, *“Categoría AA: Esta clasificación corresponde a aquellos instrumentos con una capacidad muy fuerte de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, que rara vez sería afectada ante los cambios predecibles del emisor, en la industria a que este pertenece o en la economía general. Categoría A: La clasificación A corresponde a aquellos instrumentos con capacidad buena de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptibles a ser afectada ante eventuales cambios del emisor, la industria a que pertenece o en la economía en general.”*¹

TITULO II. BIENES INMUEBLES COMO GARANTIA DE RECOMPRA

CAPITULO I: BIENES INMUEBLES COMO GARANTIA

1.1 Generalidades

(a) Definición.

El bien inmueble es aquel bien que por contraposición a los bienes muebles, tienen una situación fija en el espacio y no son susceptibles de ser tomados o trasladados, tales como el suelo, los edificios y construcciones de todo género adheridas al terreno. Como hemos observado en líneas anteriores,

SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 81

las operaciones de recompra están respaldadas por títulos valores que típicamente se refiere a bonos negociables en una bolsa de valores. A pesar de ello, este trabajo busca sustituir ese instrumento de garantía por uno que es representativo de un bien inmueble. Es de esta manera que el elemento básico de garantía que hace nacer una operación de recompra, se ve expresado a través de un lote, finca, edificio, casa o cualquier otro que de acuerdo con la definición de un bien inmueble, está adherido a la tierra.

Debido a que materialmente es imposible trasladar el bien para ser depositado en custodia a la CEVAL, es que buscamos representar dicho bien mediante un instrumento bursátil que nace de un fideicomiso de garantía en el cual el bien o bienes inmuebles se encuentran depositados o cedidos, cuando se trata de la afectación de un solo bien inmueble, o bien mediante el proceso de titularización cuando se trata de un grupo de estas.

Con todo lo anterior, una operación de recompra podría ser transada en una bolsa de valores, bajo la regulación local, cuando haya depósito previo de la garantía que respalda dicha transacción. En este sentido, en el caso de la Bolsa Nacional de Valores, la CEVAL estaría recibiendo en lugar de un bono o un certificado de inversión capitalizable o cualquier otro título comúnmente negociable, un instrumento bursátil que nace del fideicomiso que representa la garantía de la transacción de recompra.

Es importante su definición ya que de esta forma podemos ajustar la garantía a través de títulos valores para la negociación de recompras en la Bolsa Nacional de Valores, de la que ampliamente hemos comentado en líneas anteriores, y sustituir dicha garantía en bienes inmuebles. Siguiendo el mismo esquema que impera actualmente para las recompras, dicha transacción podría realizarse mediante bienes inmuebles una vez que estos sean traducidos o representados mediante documentos que se ajusten a los títulos valores, a lo

cual me referiré ampliamente en las secciones posteriores, mediante la “titularización” para poder dar cabida a un mercado aún más amplio.

Sin entrar en detalles descriptivos, ya que los veremos posteriormente, mediante la titularización logramos representar el grupo de bienes inmuebles en una figura representada en un título valor, de esta forma sería viable su depósito en la Central de Valores, o bien cualquier otra institución debidamente identificada para dicho efecto, y así servir como garantía para una operación de recompra.

Todo lo anterior no quiere decir que los bienes inmuebles deben ser registrados en el Registro Público para que sean considerados como tales, ya que existen bienes que por diversas circunstancias no se encuentran registrados o bien están en proceso de estarlo. En el caso específico que tocamos, bienes inmuebles como garantía para operaciones de recompra, estos deben estar registrados debido a que las partes deben contar no solamente con toda la información posible referente a la propiedad, sino también deben contar con una forma de comprobar jurídicamente la propiedad del bien, siendo ideal mediante un registro público de la propiedad. Será así, que las partes podrán tener la información necesaria para determinar características importantes del bien inmueble, entre ellos, ubicación, propietario, área, vecinos o colindancias, si existen gravámenes y o anotaciones, restricciones, usos de suelo, etc.

Toda operación de recompra con garantía en bienes inmuebles, debe tomar como fuente informativa confiable, un registro de la propiedad, que aunque esté plasmado en un contrato de fideicomiso, debe ser públicamente verificable. Esto no quiere decir que sea el único medio a utilizar, ya que siendo las operaciones de recompra instrumentos de corto plazo, deberá adaptarse un mecanismo más ágil que logre llevar la información requerida de la propiedad, idealmente en tiempo real al momento en que las variaciones ocurran, como por

ejemplo, cambio de propietario, anotaciones, etc., o sea cualquier hecho relevante que afecte directamente la garantía depositada.

(b) Formas de valoración.

En materia de bienes inmuebles, podemos decir que todas las propiedades registradas son valoradas de diversas formas, que aunque en un contrato de fideicomiso ya estará previamente establecido, es importante mencionarlas ya que son parámetros que puede considerar el interesado para determinar si son satisfactorios los criterios de valoración aplicados, entre ellas tenemos: (1) Valoración declarada por el propietario a efectos de registro; (2) Valoración fiscal; (3) Valoración Municipal y (4) Valoración mediante un perito.

Es importante conocer estas formas de valoración debido a que la figura de recompra debe optar por un mecanismo de tipo universal que permita al inversionista conocer las bondades del instrumento bursátil y de esta forma poder definir un precio.

Antes de mencionar las posibilidades de valoración que se pueden dar, debemos decir que *“la valoración es la práctica de asignar valor económico a un bien o servicio con el propósito de ubicarlo en el mercado de compra y venta.*

Para las finanzas y la economía, se considera valoración o tasación a la contemplación de diversos indicadores en particular para determinar el valor final de un producto o bien de cualquier índole y, así, posibilitar su intercambio en operaciones económicas”.

Cuando se realiza la valoración de un bien esta dependerá de quien lo realice y el valor podría variar según quien efectúe. ¹

¹ <http://www.definicionabc.com/economia/valoracion.php>

(1) La declarada por el propietario: A efectos de registro, es aquella que brinda este al momento de registrar la propiedad, ya sea por primera vez, al momento de realizar la presentación por primera vez o luego de una transacción de compra-venta o bien mediante una actualización del valor del bien. La información que provee el propietario al Registro de la Propiedad, es considerada como cierta cuando no media documento probatorio, caso contrario es la compra-venta o hipoteca en la cual debe presentarse el documento que ha generado el traspaso o el gravamen sobre el bien inmueble.

(2) Valoración fiscal:

“El valor fiscal o catastral de un inmueble es el valor asignado al mismo a partir del impuesto sobre los bienes inmuebles y se calcula tomando en cuenta el valor del terreno, la construcción y el índice de aprovechamiento en la relación entre ambos.

En la economía y las operaciones financieras, se considera al valor fiscal de un inmueble como aquel que resulta de la relación entre diversas variables y que tiene estrecho vínculo con el impuesto sobre el bien inmueble o edificio en un contexto municipal o estatal dado.

En ese sentido, el valor fiscal de cada inmueble se entiende como el valor económico, que es asignado al mismo por un organismo de orden estatal a través de diversas valoraciones e índices. En cada contexto esto puede ocurrir de forma distinta, pero suele existir una metodología compartida que facilita la valoración fiscal a escala masiva. La asignación de valor fiscal tiene el fin de constituir una base de referencia para el pago de impuestos por propiedades inmuebles y, a su vez, puede utilizarse en la investigación sobre la composición inmobiliaria de un territorio en especial.”¹

¹ <http://www.definicionabc.com/index.php?s=valoracion+municipal>

En nuestro país es el que utiliza el Ministerio de Hacienda para determinar la cantidad de impuestos a cobrar entre ellos los que corresponden a traspasos. Debido a que es un valor que no se encuentra por lo general actualizado en nuestro país, no es un valor determinante para cuantificar el precio de un bien inmueble, a pesar de diversos esfuerzos que el Ministerio de Hacienda ejecuta para mantener registro reciente de la plusvalía de los bienes inmuebles y de esta forma lograr incrementar la captación de impuestos.

(3) La valoración municipal: La valoración municipal viene a ser un tipo de valor fiscal pues como se dijo anteriormente, el valor fiscal de cada inmueble se entiende como el valor económico, que es asignado al mismo por un organismo de orden estatal a través de diversas valoraciones e índices, por ser las municipalidades órganos estatales su valoración se encentra dentro de esta definición¹. La valoración municipal es el valor que asignan las municipalidades a los bienes inmuebles que se encuentran dentro de su jurisdicción. Mediante este valor, pueden determinar el monto por cobrar a sus propietarios por concepto de impuestos municipales, recolección de basura y otros. Actualmente como muchos de los mecanismos de valoración operados por las instituciones públicas, es información poco actualizada y compleja de controlar, ya que como mencionamos en otro tipo de valoraciones, no está en línea o no dispone de un control cruzado con otras fuentes de información. Eso quiere decir que el valor de un bien inmueble que se registra en una institución pública, como por ejemplo el Registro Público de la Propiedad, no necesariamente es el mismo que está registrado en la Municipalidad, debido a que los sistemas no se encuentran conectados entre sí para registrar una información única en cuanto a valoración se refiere. Se dice que es un mecanismo complejo de actualizar, debido a que para ello las Municipalidades dependen de la información que sus propietarios brindan, siendo difícil de comprobar, debido a la escasez de personal que funcionen como inspectores, entre otras cosas, estas instituciones en su gran

¹ <http://www.definicionabc.com/index.php?s=valoracion+municipal>

mayoría deben tomar por ciertos los valores reportados. A pesar de lo anterior, existen algunas Municipalidades que son más agresivas en cuanto a la actualización de la valoración, motivo por el cual han facilitado mejores herramientas a sus inspectores mediante modificaciones en las leyes y procedimientos que permiten mayor agilidad y actualización en las variaciones de los precios de los bienes inmuebles, entre los avances logrados se encuentra un acercamiento directo con los intermediarios de bienes raíces quienes tienen un manejo bastante actualizado de la información.

Existe una gran ventaja en la posición de la Municipalidad sobre el acceso de la información, ya que por ser un gobierno local y encontrarse dentro del mismo territorio del bien inmueble, podría llegar a brindar una valoración más actualizada de los bienes inmuebles dentro de su área. Es quizá que en un futuro cercano las Municipalidades desarrollen programas más eficientes para recolectar la información necesaria para establecer la valoración al día de los bienes inmuebles, sobre todo siendo éstas instituciones, interesados directos por concepto de recolección de tributos.

(4) Un perito: persona con especiales conocimientos teóricos o prácticos sobre una materia, que dictamina en relación con ésta los puntos concretos que se someten a su criterio.

La Real Academia Española¹ define “perito” como un adjetivo que califica a una persona como Entendido, experimentado, hábil, práctico en una ciencia o arte.

Es decir es un experto que posee una sólida formación práctica-teórica en el área. Existen diferentes tipos según sea el área u objeto a valorar. En este caso en particular nos interesan aquellos expertos en bienes inmuebles. Este sujeto tiene la capacidad de determinar el precio real de un bien inmueble mediante

¹<http://www.wordreference.com/es/en/frames.asp?es=perito>, Real Academia Española, Diccionario de la Lengua Española. Vigésima segunda edición.

diversos criterios de valoración, considerando una serie de factores como lo son: Localización del bien; acceso a los servicios públicos como agua, luz, teléfono entre otros; valores agregados con que cuenta la propiedad, como lo serían construcciones si las existiera; topografía del terreno, cualidades particulares como lo pueden ser la vista, el tipo de vecindario donde se encuentra ubicada, el tipo de construcción de los vecinos si los hubiere, etc.; tipo de acceso a la propiedad considerando dentro de este punto la importancia de la vía de acceso, el tipo de acceso, sea lastre, asfalto o cualquier otro material; cercanía o facilidad de servicios tales como hospitalarios, comerciales, recreativos y farmacéuticos. Adicionalmente a todo lo anterior, debe el perito tener una visión futurista para poder evaluar el potencial de crecimiento de la zona en cuestión y así determinar la plusvalía.

Dentro de las transacciones en la Bolsa de Comercio se ha permitido realizar transacciones que tengan como garantía un bien inmueble, no se entra a valorar la capacidad de pago del vendedor, sino, solamente las características del bien.

Para esto, dentro de la negociación desde que la persona se presenta a ofrecer el bien para ser dado en fideicomiso y ofrecerlo en el mercado, puede recibir tres valoraciones, la primera es un avalúo previo realizado con fotos y planos sin visita al lugar. El segundo es llamado avalúo definitivo, este es realizado por un perito que realiza una visita al lugar y un tercero realizado por los peritos del Instituto Nacional de Seguros (INS), cuando se contrata una opción de venta con esta Institución a cambio de un seguro de cumplimiento.

Los peritos son nombrados por la Bolsa de Comercio de acuerdo a un rol designado por ellos mismos, estos peritos deberán estar debidamente inscritos en el colegio profesional respectivo y estar habilitados para el ejercicio de su profesión no se toma en cuenta si existen características especiales en el bien¹.

¹ Entrevista con el Señor Roberto Segura Calderón, representante legal de Optima Investment S.A., Puesto de Bolsa, 28 de mayo del 2009.

Es posible que los mecanismos de valoración a los cuales deba recurrir el sujeto o entidad encargada, pueda ser una combinación de los que hemos mencionado en esta sección, ya que para valorar un bien y poderlo traducir en lenguaje financiero, fácilmente comprensible por el mercado bursátil, es que ese perito, calificador de riesgo o como el mercado le vaya a llamar, debe contar con todas las herramientas necesarias para brindar un criterio de valor lo suficientemente confiable como para que el mercado lo tome como cierto, sin necesidad de recurrir a ningún otro medio comprobatorio o lo que en medicina se llamaría una segunda opinión. Este criterio de valor no sugiere ningún tipo de recomendación, ya que es el interesado quién a través de la información obtenida, tomará una decisión, tal y como es el caso en el medio bursátil *“Las clasificaciones asignadas a cada una de las emisiones se basan en análisis objetivos realizados por profesionales en la materia, las cuales no son responsabilidad de las bolsas ni de la Comisión Nacional de Valores, sino que representan la opinión de la empresa calificadora para el período y los valores analizados. No constituye una recomendación para comprar o vender o mantener determinados instrumentos, sino que ofrecen la información para que los inversionistas comparen, analicen y decidan.”*¹

Las empresas calificadoras de riesgo que podrían surgir especializadas en bienes inmuebles, tienen por ello un papel muy importante en esta materia debido a que cuentan con la doctrina aplicable para poder brindar al mercado ese criterio confiable de valor, ya que mediante una opinión profesional que estas producen, sobre las bondades y defectos del bien, la capacidad del deudor para pagar el capital y los intereses de sus obligaciones en forma oportuna. Para llegar a esa opinión, las calificadoras desarrollan estudios, análisis y evaluaciones de los emisores. La calificación de valores es el

¹ SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 81

resultado de la necesidad de dotar a los inversionistas de nuevas herramientas para la toma de sus decisiones.

2.2 FIDEICOMISO Y TITULARIZACION

(A) FIDEICOMISO COMO INSTRUMENTO DE GARANTÍA

1) Concepto Legal y Doctrinario

El fideicomiso, es un contrato privado y la normativa que lo regula por necesaria inferencia tiene esta misma naturaleza, (res. 5-F-2003, Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, de 15:10 horas del 15 de enero del 2003). El fideicomiso, consiste en un acuerdo de voluntades, por medio del cual una persona física o jurídica, llamada fideicomitente, traspa a otra persona física o jurídica llamada fiduciario, bienes o derechos en propiedad fiduciaria, para que los administre a favor de una tercera persona física o jurídica, llamada fideicomisario o beneficiario.

La Sala Constitucional, mediante voto 2001-09392, de 14:54 del 19 de setiembre del 2001, ha determinado, sobre el contrato de fideicomiso, lo siguiente:

“III.- Sobre el fideicomiso en garantía. La doctrina más calificada sobre los contratos mercantiles define al contrato de fideicomiso como el negocio jurídico, en virtud del cual una persona llamada fiduciante o fideicomitente transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el fideicomitente, en provecho de éste o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario. En este sentido, el artículo 633 del Código de Comercio estipula:

"Artículo 633: Por medio del fideicomiso el fideicomitente transmite al fiduciario la propiedad de bienes o derechos: el fiduciario queda obligado a emplearlos para la realización de fines lícitos y predeterminados en el acto constitutivo."

Por su parte, el artículo 634 del Código de Comercio reconoce:

"Artículo 634: Pueden ser objeto del fideicomiso toda clase de bienes o derechos que legalmente estén dentro del comercio. Los bienes fideicomitados constituirán un patrimonio autónomo apartado para los propósitos del fideicomiso."

De esta manera, en términos muy generales, mediante el contrato de fideicomiso el fideicomitente le transfiere la propiedad de ciertos bienes al fiduciario con el propósito de que los administre de acuerdo con los fines del fideicomiso, para que luego, tales bienes sean entregados al fideicomisario o beneficiario, que –según el caso- puede ser, o no, el mismo fideicomitente. Lo anterior, sin duda alguna, implica la existencia de una serie de obligaciones recíprocas para las partes, que por considerarse innecesario a los propósitos de esta sentencia, no serán analizadas. Sin embargo, es importante mencionar que los bienes fideicomitados, desde el momento en que el negocio se celebra, constituyen un patrimonio autónomo para los propósitos del fideicomiso, lo que supone la pérdida del derecho de propiedad por parte del fideicomitente sobre los bienes que conforman este patrimonio autónomo. Por tal razón, el artículo 636 ídem señala:

"Artículo 636: El fideicomiso de bienes sujetos a inscripción deberá ser inscrito en el Registro respectivo. En virtud de la inscripción quedará inscrito en nombre del fiduciario en su calidad de tal."

En lo que toca a los fines del contrato de fideicomiso, la doctrina ha señalado que esta figura comercial se utiliza de varias maneras, lo que a su vez, califica el tipo de contrato de que se trate. Así, en nuestro ordenamiento se ha reconocido que este contrato se utiliza para la realización de varios propósitos, entre ellos, de administración, mortis causa, garantía, inversión, seguros. Sobre

el contrato de fideicomiso en garantía, figura negocial que se encuentra reconocida en la norma impugnada, cabe señalar que se utiliza como un contrato accesorio, por medio del cual, el fideicomitente –deudor de la obligación principal– entrega determinados bienes al fiduciario para que – entre otras cosas– los administre y custodie –teniendo en cuenta, desde luego, lo que dispongan sobre el particular las partes en el contrato– durante el término en que perdure la obligación principal; posteriormente, para que proceda a su enajenación, en caso de que el fideicomitente o deudor no pueda satisfacer sus obligaciones para con el acreedor o fideicomisario. Sobre este punto la doctrina ha señalado que esta figura sirve para que el deudor transfiera a una entidad fiduciaria determinados bienes con el propósito de respaldar el cumplimiento de obligaciones a su cargo y a favor de un tercero, en el evento de que aquél no realice el pago en el término pactado, para que, asimismo, disponga de los bienes y con el producto cubrir la deuda.”

“El autor Raúl Cervantes Ahumada lo define como "un negocio jurídico por medio del cual el Fideicomitente constituye un patrimonio autónomo, cuya titularidad se atribuye al fiduciario, para la realización de un fin determinado"¹.

La licenciada Irina Delgado Saborío da una definición un poco más amplia y dice: *“aquel contrato mediante el cual una de las partes –el fideicomitente– transmite bienes en calidad de Propiedad Fiduciaria, al Fiduciario quien los administrara en beneficio de un tercero- el fideicomisario-, de manera lícita y determinada de acuerdo a los establecido en el instrumento de constitución ”*²

Por medio del fideicomiso el sujeto en principio dueño del bien quien se convierte en fideicomitente toma de su patrimonio y lo convierte en una masa

¹ Cervantes Ahumada Raúl, " Títulos y Operaciones de Crédito", Novena edición, Editorial Herrero, S.A. 9a. Edición, pág. 289.

² Delgado Saborío Irina, *Contratos de Fideicomiso con Fondo Públicos: Su aplicación, regulación y control en Costa Rica*, San José, Tesis para optar por el Título de Licenciado en Derecho, Facultad de Derecho de la UCR. 1999, p 4

autónoma, siendo el titular de este patrimonio el fiduciario, esto para un fin determinado en el contrato de fideicomiso.

Los bienes que pueden ser objeto de fideicomiso según el Código de Comercio son toda clase de bienes o derechos que estén dentro del comercio.¹

Los fideicomisos inscritos en la Bolsa Nacional de Valores, presentan la característica de que se trasladan en propiedad fiduciaria cuentas por cobrar (derechos de crédito) por parte de la empresa Fideicomitente, documentadas mediante facturas, letras de cambio, certificados de prenda, etc., y con base en este patrimonio la fiduciaria emite certificados de inversión bajo las condiciones exigidas por la Bolsa, tratándose el monto de o captado en la proporción que se indique en los contratos respectivos a la Fideicomitente, siendo ésta otra opción de financiamiento. Bien podrían darse fideicomisos con distintas características, pues la agilidad que presenta la figura lo facilita.

2) Forma de Constitución

Es nuestro Código de Comercio el que determina el procedimiento para constituir un fideicomiso artículos 635 y 636 del C. de C. en lo que nos interesa señalan por su orden: "El fideicomiso se constituirá por escrito, mediante acto entre vivos o por testamento...". "El fideicomiso de bienes sujetos a inscripción deberá ser inscrito en el Registro respectivo. En virtud de la inscripción el bien quedará inscrito en nombre del fiduciario en su calidad de tal".

Interpretando frase por frase las disposiciones anteriores encontramos los requisitos necesarios para la constitución del fideicomiso

¹ Certad Maroto Gastón, Código de Comercio, Editorial Juritexto, Costa Rica, 2002 Artículo 634 "Pueden ser objeto de fideicomiso toda clase de bienes o derechos que legalmente estén dentro del comercio...".

“1) El fideicomiso debe constituirse por escrito, no determinando si es necesario que sea en escritura pública o no, por lo quien es decisión de las partes si lo hacen.

2) Sin embargo cuando se trate de bienes susceptibles de inscripción como inmuebles o hipotecas comunes, en virtud de los artículos 450, 459, 464 (5) y concordantes del Código Civil, el fideicomiso si tendrá que realizarse en escritura pública e inscribirse los traspasos en el Registro Público de la Propiedad.

3) Cuando estamos ante certificados de prenda que son traspasados en fideicomiso, ese traslado, según los artículos 554 y 556 del C. de C., deberá inscribirse en el Registro General de Prendas, aunque no otorgarse en escritura pública

4) En los casos en que el fideicomiso se constituya en documento privado, sí es necesario en aplicación del artículo 742 inciso 3) del Código Civil ponerse razón de fecha cierta”.¹

3) Características

- **Mercantil:** Su regulación por numeral 633 del Código de Comercio y artículos siguientes, más el resto del ordenamiento jurídico.

- **Real:** El fideicomiso necesita para su existencia y ejecución, el traspaso del patrimonio fideicometido, a manos del fiduciario y ello lo convierte en real.

- **Consensual:** Este pacto, requiere en su génesis, el acuerdo expreso de las partes intervinientes; al menos la voluntad del fiduciario y el fideicomitente.

- **Formal:** El fideicomiso, para su validez, debe ser otorgado en documento privado público, pero escrito. En los casos en que el fideicomiso

¹ <http://www.hacienda.go.cr/centro/datos/Articulo/El%20Fideicomiso.doc>

estará constituido menos en parte, por bienes inmuebles, deberá otorgarse escritura pública ante notario y ésta se inscribirá en el Registro Público.

- **Es típico:** Por el hecho de estar contemplado dentro del articulado del Código de Comercio, el fideicomiso goza de tipicidad.

- **Es intuitu personae:** El contrato de fideicomiso está basado en la “consideración de la persona”, toda vez que la confianza es un elemento básico para el acuerdo y ejecución del Fideicomiso: el fideicomitente entrega la titularidad de todos o algunos de sus bienes y derechos, a otro, quien los recibe para realizar con ellos el encargo manifestado

- **Final:** Esto quiere decir que fideicomiso se realiza por algo y para algo, y todo el actuar de las partes contratantes está destinado al logro de dicho fin.

- **Patrimonio autónomo:** El patrimonio fideicometido se convierte en un conglomerado de bienes y derechos diferente y por lo tanto, completamente separado de la hacienda del las personas que intervienen en el contrato: fiduciario (principalmente), fideicomisario y fideicomitente.

- **De gestión profesional:** Para lograr el fin deseado, el fideicomiso debe ser administrado por un gestor profesional capaz de cumplir las indicaciones tanto el contrato como de la ley, observación que se apunta y sostiene a pesar de y a sabiendas de que nuestra legislación –así como muchas otras- permite que el fiduciario sea cualquier persona física o jurídica.

- **Elástico:** La enorme elasticidad que presenta la figura del fideicomiso permite que se puedan llevar a cabo múltiples negocios de acuerdo con las necesidades el fideicomitente”¹

¹ <http://www.casadelosriscos.com/articulos/fideicomiso.pdf>

4) Los Elementos Subjetivos del Fideicomiso

En el Fideicomiso encontramos tres elementos personales, que analizaremos en seguida ocuparemos de inmediato a dar su concepto, derechos y obligaciones.

1. El Fideicomitente.

"Es la persona que constituye el fideicomiso y destina los bienes o derechos necesarios para el cumplimiento de sus fines, transmitiendo su titularidad al fiduciario"¹.

De la regulación existente en el Código de Comercio relacionada con el fideicomiso podemos determinar que el Fideicomitente tiene que ser una persona con capacidad jurídica -trátase de personas físicas o jurídicas- para traspasar los bienes o derechos que constituirán el patrimonio fideicometido. Esta capacidad es la misma que exige el derecho común y determinada para cualquier tipo de contrato según el artículo 36 del Código Civil.

En segundo término, una cuestión que parece lógica pero no está de más mencionar es que para ser Fideicomitente es necesario ser titular de los bienes o de los derechos sobre los cuales se va a realizar la afectación del fideicomiso. Es potestad exclusiva del dueño la transmisión de sus bienes. La comparecencia del fiduciario es indispensable, pues es él quien tiene en sus manos la constitución del fideicomiso y las reglas que este contenga. La relación entre los artículos 633 y 634 del C. de C. nos dan los elementos de tal definición.

2. El Fiduciario

"Es la persona que tiene la titularidad de los bienes o derechos fideicometidos y que se encarga de la realización de los fines del fideicomiso"¹

¹ José Ml. Villagordoa Lozano : "Doctrina General del Fideicomiso". Editorial Porrúa, S. A., 2a. Edición, 1982, pág. 162

En legislaciones foráneas, dada la naturaleza del fideicomiso, se autoriza únicamente a ciertas entidades bancarias a desempeñar el rol de fiduciario. En este sentido Amallo y Funes lo definen como: *“La persona que se obliga a ejercer la propiedad fiduciaria en beneficio de quien sea designado en el contrato siendo que la ley no incluye al testamento. El artículo 5 de la ley No 24441, dispone que cualquier persona física o jurídica puede ser fiduciaria, posición distinta a la adoptada en países como México o Colombia, donde el criterio adoptado fue el de limitar la posibilidad de actuar como fiduciarios, exclusivamente a los bancos y entidades financieras especialmente autorizadas por el banco central”*² En Costa Rica es diferente según el artículo 637 del Código de Comercio que *“Puede ser fiduciario cualquier persona física o jurídica, capaz de adquirir derechos y contraer obligaciones. En el caso de personas jurídicas, su escritura constitutiva debe expresamente capacitarlas para recibir por contrato o por testamento la propiedad fiduciaria”*. Al igual que el fideicomitente tiene que cumplir con las reglas de la capacidad jurídica para que se le puedan transmitir los bienes o derechos fideicometidos y lógicamente, ejecutar los actos necesarios para la consecución de los fines deseados por aquel.

Dentro de la normativa nacional el artículo 656 del C. de C., que señala: *“El fiduciario no podrá ser fideicomisario. De llegar a coincidir tales calidades, el fiduciario no podrá recibir los beneficios del fideicomiso en tanto la coincidencia subsista”*. Esto evidencia que es prohibida esta situación sin embargo no se sanciona como en otras legislaciones con nulidad no que por recurriendo al Código Civil en relación con normas del C. de C. se llega a la misma sanción. Según los artículos 2 del C. de C. y artículo 19 del Código Civil, que señala: *“los*

1. Guillermo Cabanellas, Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual, Editorial Heliasta, 20a. Edición, pág. 291, Tomo III.

² Amallo Daniela y Funes Saturnino. Fideicomiso, Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1º Edición 1996, p32

actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención".

3. El Fideicomisario

"... es la persona que recibe los beneficios del fideicomiso"¹
El Código de Comercio no señala expresamente quienes pueden ser beneficiarios de un fideicomiso, por lo que en principio la interpretación es de que cualquier persona, física o jurídica, puede serlo.

5) Clasificación de los Fideicomisos

El Código de Comercio no contiene una lista de los tipos de fideicomisos, la práctica es quien permite determinar los tipos existentes sin cerrar la posibilidad de que surjan nuevos.

En la práctica, los fideicomisos más comunes, pueden ser los siguientes:

1. Fideicomisos Mortis Causa: Este tipo de fideicomisos producen sus efectos jurídicos después de la muerte fideicomitente. Se constituyen en vida del fideicomitente. Pueden establecerse dos categorías.

1.1. Los fideicomisos testamentarios: Que consisten en que el fideicomitente, encontrándose con vida, constituya un fideicomiso. Lo dota de determinados bienes, a fin de que cuando sobrevenga su muerte, el fiduciario los entregue a la persona o personas designadas como fideicomisarios. Con este pacto, los bienes salen del patrimonio del fideicomitente y por ello tampoco serán parte del proceso sucesorio, estos bienes se distribuirán según la disposición del fideicomitente y el único requisito para que proceda, es la prueba del fallecimiento

¹ José Ml. Villagordoa Lozano : Op. Cit pág. 169

1.2. Los fideicomisos basados en pólizas: El fideicomitente suscribe una póliza de vida en donde designa como beneficiario al fiduciario, quien recibirá el dinero y deberá disponer de este formando un fideicomiso, para los fines que ya había determinado previamente el fideicomitente.

Este tipo de negocio se utiliza para favorecer a menores de edad.

2. Fideicomisos Intervivos: Esta categoría está integrada por los aquellos que generan efectos en vida del fideicomitente.

2.1- Fideicomisos de garantía: *“Es el fideicomiso por el cual se transmiten al fiduciarios bienes o derechos para garantizar con ellos o con su producto el cumplimiento de ciertas obligaciones a su cargo o a cargo de terceros, designados como beneficiarios al acreedor o a un tercero en cuyo favor, en caso de incumplimiento, se pagara una vez realizados los bienes, el valor de la obligación o el saldo insulto de ella, conforme a lo previsto en el contrato”.*¹

Se constituyen con el fin de adquirir una obligación crediticia. En ellos figura una persona física o jurídica que considera fungir como deudor de un préstamo, generalmente. El fideicomitente toma la decisión de entregar los bienes a un fiduciario. También, procede a designar como fideicomisario a la o las personas que vayan a ser sus eventuales acreedores al respecto Drake dice *“la finalidad de este fideicomiso, es la de garantizar a los acreedores del fideicomitente, que en caso de incumplimiento de este en la atención de sus deudas, el fiduciario, liquida los bienes fideicometidos, para con su producto pagar en proporción, las deudas del fideicomitente, que hayan sido garantizadas con el patrimonio del fideicomiso.”*²

¹ Arguedas Pablo y Calderón Christiana, “La Aplicación de la Figura del Fideicomiso dentro de los Procesos Concursales” Trabajo Final de Graduación para Optar por el Título de Licenciado en Derecho, Facultad de Derecho, UCR, 2001, pag. 155

² Drake Lopez. Citado por Arguedas Pablo y Calderón Christiana, *ibídem*

El fiduciario, es quien tendrá la responsabilidad de garantizar al fideicomisario-acreedor, que el patrimonio es real. Este tipo de fideicomisos permite que las partes prevean la forma de liquidar los bienes, sin que necesariamente deban acudir al trámite judicial de la vía de apremio o ejecución (juicio prendario o hipotecario), que puede ser largo y complicado.¹

2.2 Fideicomiso de administración e inversión para asegurar la educación de menores de edad: El fideicomitente, por lo general, es un padre de familia, entrega al fiduciario, dinero en efectivo o bien, títulos valores fácilmente negociables y liquidables, para que éste los invierta y destine los frutos civiles a la satisfacción de las necesidades académicas de los menores fideicomisarios.

2.3 "Fideicomisos de titularización: *Esta clase de fideicomisos es altamente relevante. Consisten en que el fideicomitente entrega cualquier tipo de bienes al fiduciario. Acto seguido, el fiduciario, tomando en cuenta el valor real de ellos, procede a la emisión de títulos valores y los coloca en el mercado primario a través de la Bolsa Nacional de Valores o por ventanilla. Los recursos que se capten, se trasladarán al fideicomitente o se destinarán a los fines previstos en el contrato.*²

(B) Concepto de Titularización.

La titularización es un mecanismo de creación de instrumentos de inversión, en el que diferentes activos tales como: bienes inmuebles, proyectos de construcción, carteras, rentas, y otros, son movilizados, constituyéndose un patrimonio autónomo, sobre el cual se emiten títulos. Bajo esta figura, el

¹ Sobre fideicomiso de garantía ver PORRAS ZAMORA (Jorge) El Fideicomiso en Costa Rica: nociones y productos básicos, 1º edición, Editorial J. porras. Z, San José, Costa Rica, 1998. Pág. 141.

² <http://www.casadelosriscos.com/articulos/fideicomiso.pdf>

patrimonio autónomo administrado se constituye en emisor administrado por una sociedad fiduciaria.

“Es el proceso mediante el cual se emiten títulos que representan la participación en la propiedad de diferentes bienes o activos tales como: Títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, cartera de crédito, activos inmobiliarios y rentas y flujos de caja determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos. Estos bienes o activos constituyen un patrimonio autónomo, con cargo al cual se emiten títulos.”¹

“...Se entenderá por titularización el proceso de financiamiento que consiste en ceder incondicionalmente a un patrimonio separado, flujos de ingreso o un conjunto prefijado de activos y sus flujos de ingresos, actuales o futuros, y la venta de estos paquetes a los inversionistas, en la forma de valores emitidos en forma estandarizada respaldados por esos flujos de ingresos o flujos de sus activos subyacentes.”²

En nuestro país se han desarrollado trabajos de investigación de mucho valor para el medio financiero, explicando mediante un lenguaje bastante comprensible el concepto en cuestión *“la titularización constituye entonces, una fuente alternativa de financiación que permite a las empresas, la movilización de activos de sus balances. Mediante este mecanismo, se pueden comercializar préstamos para fines comerciales, cuentas por cobrar para automóviles, tarjetas de crédito, etc., que por su escasa dimensión e importancia económica no son fácilmente negociables en transacciones aisladas.”³*

¹Internet. Titularización de activos inmobiliarios.
www.monografias.com/trabajos28/activos-inmobiliarios/activos-inmobiliarios.shtml

² Reglamento sobre Oferta Pública de Valores de Costa Rica, art. 60.

³ SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 2

En la década de 1930, el Gobierno de los Estados Unidos creó un mecanismo que permitiría la protección del ahorro de sus habitantes así como la solvencia de las entidades financieras, fundando Agencias Federales con el objeto de garantizar el repago de los créditos hipotecarios. Posteriormente surgen emisiones respaldadas por diferentes tipos de activos a partir del año 1983, involucrando así bonos de grado especulativo, dando oportunidad a la creación de valores con otro tipo de activos como rentas, proyectos de construcción, hasta alcanzar hoy en día a nivel mundial las hipotecas.

La titularización puede iniciarse a partir de la conformación de fondos o patrimonios con sumas de dinero destinadas a la adquisición de cualquiera de los bienes. Existen diferentes sujetos que intervienen en este proceso, un originador, aquel que transfiere los bienes; el agente de manejo, que es quien recauda los recursos provenientes de la emisión; la administradora, entidad encargada de la custodia de los bienes, y la colocadora, entidad facultada para actuar como suscriptor.

Las ventajas de la titularización son innumerables, entre ellas se puede citar aspectos importantes como el hecho de ser un instrumento generador de recursos, esto por cuanto permite la captación de fondos para fines específicos que se generan a través del aporte de los inversionistas *“Uno de los objetivos principales de la titularización es la de facilitar la movilización de recursos que requieren las instituciones financieras , para atender la creciente demanda por crédito tanto en vivienda como para otras áreas de la economía, permitiéndoles de esta forma, la obtención de renovados recursos de inversión a mediano y largo plazo.”*¹ Es una nueva opción para los inversionistas ya que ante un mercado escaso de instrumentos bursátiles, éstos buscan nuevas figuras para colocar sus capitales. Incentiva la participación de los mercados de capital debido a que es un mecanismo menos burocrático ya que permite a las

¹ SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 5

entidades financieras incurrir en el mercado público sin tener que cumplir con la totalidad de requisitos como emisores de valores. Adicionalmente esta figura da liquidez a activos ilíquidos ya que permite obtener recursos con garantía de aquellos activos que por sus características no son de mucha rotación en el mercado. Otra característica importante es que no constituyen un aumento en los pasivos, ya que el ingreso de fondos proviene de la participación de activos muchas veces ilíquidos con costos más bajos al de los financiamientos bancarios normales.

1. Sujetos que componen la titularización.

En los procesos de titularización intervienen pluralidad de actores; entre los cuales destacan: el originador de la cartera de créditos cedida; el comprador o cesionario mediante una sociedad de titularización de la cartera de crédito sobre la cual emite títulos valores negociables o bursátiles; los inversionistas que suscriben o adquieren los títulos valores emitidos; las instituciones financieras como Puestos de Bolsa, Bancos y otros que actúan como garantes en las emisiones de títulos valores; el representante de los tenedores o inversionistas; y, las sociedades calificadoras de riesgo, especializadas en valorar la calidad crediticia de los instrumentos emitidos o por emitir.

Estos sujetos los podemos identificar de la siguiente forma:

1.1 Originador:

Es la persona física o jurídica, normalmente no vinculada a la Sociedad de Titularización, que procede a la cesión de sus bienes o activos al patrimonio autónomo. *“Los activos o derechos susceptibles de titularización podrán provenir de cualquier persona física o jurídica, nacional o extranjera, incluyendo las instituciones financieras sujetas a la supervisión de la SUGEF.*

En el caso que la entidad originadora sea una entidad financiera sujeta a la supervisión de la SUGEF, el Superintendente General de Entidades Financieras establecerá las condiciones que deberá reunir el traspaso de activos o derechos al vehículo de titularización, con el propósito de que estos no sean tomados en cuenta para el cálculo de la razón de suficiencia patrimonial de la entidad originadora y pueda evaluarse el nuevo nivel de exposición al riesgo de la entidad originadora.”¹ Por ello el originador juega un papel preponderante en la titularización al permitir generar créditos y transferir esos créditos a la sociedad que finalmente colocará dichos instrumentos en el mercado mediante los títulos respectivos “En Costa Rica la figura del originador o constituyente podría ser una empresa financiera, entidades del Sistema Bancario Nacional, las entidades autorizadas en el BANHVI (tales como las Mutuales de Ahorro y Crédito), el Instituto Nacional de la Vivienda y Urbanismo, empresas de servicios básicos, que por la tarea que desempeñan necesitan constantemente de liquidez, como el caso de las agencias de vehículos o, hasta una empresa emisora de tarjetas de crédito.”²

1.2. Sociedad de titularización

Es la entidad que recibe los activos a ser titularizados, teniendo como objetivo servir de vehículo para la emisión, o sea que una vez que los activos formen el patrimonio autónomo, se emitirán los valores a través de la Sociedad de Titularización. En nuestro país se limita el tipo de persona que puede ser objeto de este tipo de sociedades, “Los productos estructurados podrán ser emitidos únicamente por entidades financieras y puestos de bolsa nacionales y por las entidades financieras extranjeras con calificación de riesgo internacional igual o superior a grado de inversión emitida por una empresa calificadora

¹ Reglamento sobre Oferta Pública de Valores de Costa Rica, art. 63.

² SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 72

reconocida como nacional por la Comisión Nacional de Valores de Estados Unidos”¹.

Estas sociedades pueden tener a su cargo la administración de uno o más patrimonios autónomos para Titularización. Les corresponderá la representación legal y defensa de los intereses de los patrimonios autónomos que administren. Las sociedades de titularización deben velar por el manejo seguro y eficiente de los bienes y recursos que ingresen al Patrimonio Autónomo.

“Es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los activos o bienes objeto de la titularización, así como del recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes.

Puede actuar como administrador de una titularización el originador de la misma, el agente de manejo o una persona diferente. Sin embargo, la actuación del administrador no exonera al agente de manejo de su responsabilidad en la realización diligente de los actos necesarios para la consecución de la finalidad perseguida en el proceso de titularización.”²

Es común que este tipo de sociedades sean relacionadas con el originador, creando de esta forma un riesgo por concepto de conflicto de interés, en cuyo caso se prohíbe la emisión de deuda y al mismo originador *“esta entidad es creada con el objeto exclusivo de servir de vehículo securitizador, pero generalmente se ven vinculadas o son subsidiarias del originador. Por tal razón, se le prohíbe la emisión de deuda al vehículo y al mismo originador en ciertas operaciones de securitización –al menos con la misma calificadora de riesgo de los títulos producto de la titularización- o, prohibiéndole al vehículo también la venta de los activos, salvo que el adquirente también sea sujeto de quiebra*

¹ Reglamento sobre Oferta Pública de Valores de Costa Rica, art. 72.

² Internet. Titularización en Colombia. www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariza.htm

remota y los tenedores de los títulos de securitización gocen de privilegio sobre los activos transmitidos.”¹

1.3. Estructurador

Es aquella persona física o jurídica encargada de agrupar bienes con características comunes para efectos de formar el patrimonio autónomo para titularización. En la práctica, el estructurador puede ser el mismo sujeto que la Sociedad de Titularización, el originador o por otra entidad especializada contratada para tal efecto. El patrimonio autónomo se estructura incorporando los bienes agrupados al valor que se haya determinado en función de procedimientos de valorización que deberán ser revelados al inversionista, delimitando las condiciones y características de la incorporación, en combinación de cualquier otro mecanismo que sea necesario al proceso.

1.4. Calificadora de riesgo

Entidad debidamente autorizada especializada en emitir una opinión, en el caso de valores representativos de deuda, respecto al riesgo que podría existir en el incumplimiento de las condiciones financieras ofrecidas en una emisión. Esta entidad otorga dicha calificación de riesgo a los valores emitidos a través de procesos de Titularización, de conformidad a lo establecido en las normativas que correspondan.

Las emisiones a nivel nacional e internacional, llevan procesos delicados y celosos que deben ser valorados por dichas calificadoras, *“Para el caso de emisiones de deuda, bonos convertibles, acciones preferentes que califiquen*

¹ SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 75

como deuda según el artículo 26, productos estructurados y los provenientes de procesos de titularización, independientemente de que emitan valores de participación o de contenido crediticio, deberá presentarse copia de la calificación otorgada a la emisión por una empresa calificadora de riesgo nacional. Los intermediarios financieros podrán presentar su calificación de riesgo como entidad emisora, distinguiendo sus obligaciones de largo y corto plazo, no obstante en caso de emisiones subordinadas o garantizadas deberá presentarse la calificación de la emisión.

La calificación de riesgo de los emisores domiciliados en el exterior, podrá estar otorgada por una empresa calificadora extranjera reconocida como nacional por la Comisión de Valores de Estados Unidos o sus subsidiarias. La calificación deberá distinguir que se trata de una calificación internacional.”¹

En nuestro país, las calificadoras de riesgo deben ser previamente aprobadas por la Superintendencia General de Valores, y deben dictar su valoración en cualquier tipo de emisión que sea inscrita en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, excepto aquellas que son emitidas por el sector público “*Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas, cuyo objeto social exclusivo es la calificación de riesgo de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y las actividades complementarias a dicho objeto, autorizadas reglamentariamente por la Superintendencia General de Valores. Deberán agregar a su denominación la expresión "calificadora de riesgo".*

Todas las emisiones de valores de deuda emitidas en serie e inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios deberán ser objeto de clasificación por parte de una sociedad calificadora de riesgo, conforme a las normas que la Superintendencia establezca reglamentariamente. Se exceptúan

¹ Reglamento sobre Oferta Pública de Valores de Costa Rica, art. 22.

*de lo anterior, las emisiones de valores del Estado e instituciones públicas no bancarias.*¹

1.5. Colocador

Es la entidad cuya función es la de colocar los valores resultantes de un proceso de titularización en el mercado, la cual debe estar debidamente facultada por su objeto social, para actuar como suscriptor profesional o underwriter² de una emisión. En la práctica nacional, esta figura puede estar representada por la sociedad de titularización a través de los Puestos de Bolsa o las entidades financieras. Normalmente brindan sus servicios de colocación de diferentes maneras, las más comunes son mediante contratos de suscripción en firme, siendo estos los que se suscriban entre un emisor de los valores y una entidad autorizada donde el segundo se obliga a adquirir por cuenta propia la totalidad o parte de una emisión al precio y en el plazo convenido entre las partes. Otro tipo de contrato es el de suscripción en garantía, el cual se suscribe entre un emisor de valores y un intermediario autorizado por el cual el segundo se obliga a comprar por cuenta propia, al precio convenido entre las partes, los valores que no hubieran sido suscritos por los inversionistas al término del período de suscripción u oferta establecido. Finalmente otro contrato muy común es el de colocación a mejor esfuerzo, donde un emisor y un intermediario de valores autorizado, en calidad de agente, se obliga a hacer su mejor esfuerzo para colocar la totalidad o parte de una emisión al precio convenido entre las

¹ Ley Reguladora del Mercado de Valores, N° 7732 de 17 de diciembre de 1997, Art. 144.

² Underwriter: Término financiero en inglés, que traducido al español significa Suscribiendo. Se refiere al proceso que un abastecedor de servicio financiero grande (banco, asegurador, casa de inversión) utiliza determinar el proceso de proporcionar el acceso a su producto como el abastecimiento del capital de acciones ordinarias, del seguro o del crédito a un cliente. El nombre deriva del Lloyd del mercado del seguro de Londres en Londres, Reino Unido. Los soportes financieros, que aceptarían algo del riesgo en una empresa dada (históricamente un viaje del mar con riesgos asociados del naufragio) a cambio de un premio, escribirían literalmente sus nombres bajo información del riesgo que fue escrita en el resbalón de un Lloyd creado para este propósito.

partes, pero sin que asuma responsabilidad por los valores que no hayan sido vendidos en el plazo establecido.

“El contrato de colocación de títulos de securitización, se ha dado en casos en que se contrata, por lo general se trata de un banco de inversión, que dicha entidad adquiera parte o el total de la emisión de títulos. El contrato de servicios por colocación de los títulos respaldados por activos, usualmente se realiza para ofrecerlos en la oferta pública por medio de estrategias de mercado y, en la privada el colocador actúa como intermediario.”¹

1.6. Inversionista

Es la persona o entidad que compra o invierte su capital en los valores que se emiten con el respaldo del patrimonio autónomo. O sea todo aquel que participa en el mercado financiero utilizando sus ahorros en la adquisición de los valores emitidos.

1.7. Representante de los tenedores

Es quién actúa en representación de los tenedores de los valores emitidos dentro del proceso de titularización. Cabe anotar que el proceso puede albergar otras funciones como la administración del Patrimonio autónomo, la incorporación de mejoras al mismo, o incluso la custodia de los activos del mismo. Estas funciones suelen ser desempeñadas por la Sociedad de Titularización o alguna otra entidad especializada contratada para el efecto.

¹ SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 78

*de lo anterior, las emisiones de valores del Estado e instituciones públicas no bancarias.*¹

1.5. Colocador

Es la entidad cuya función es la de colocar los valores resultantes de un proceso de titularización en el mercado, la cual debe estar debidamente facultada por su objeto social, para actuar como suscriptor profesional o underwriter² de una emisión. En la práctica nacional, esta figura puede estar representada por la sociedad de titularización a través de los Puestos de Bolsa o las entidades financieras. Normalmente brindan sus servicios de colocación de diferentes maneras, las más comunes son mediante contratos de suscripción en firme, siendo estos los que se suscriban entre un emisor de los valores y una entidad autorizada donde el segundo se obliga a adquirir por cuenta propia la totalidad o parte de una emisión al precio y en el plazo convenido entre las partes. Otro tipo de contrato es el de suscripción en garantía, el cual se suscribe entre un emisor de valores y un intermediario autorizado por el cual el segundo se obliga a comprar por cuenta propia, al precio convenido entre las partes, los valores que no hubieran sido suscritos por los inversionistas al término del período de suscripción u oferta establecido. Finalmente otro contrato muy común es el de colocación a mejor esfuerzo, donde un emisor y un intermediario de valores autorizado, en calidad de agente, se obliga a hacer su mejor esfuerzo para colocar la totalidad o parte de una emisión al precio convenido entre las

¹ Ley Reguladora del Mercado de Valores, N° 7732 de 17 de diciembre de 1997, Art. 144.

² Underwriter: Término financiero en inglés, que traducido al español significa Suscribiendo. Se refiere al proceso que un abastecedor de servicio financiero grande (banco, asegurador, casa de inversión) utiliza determinar el proceso de proporcionar el acceso a su producto como el abastecimiento del capital de acciones ordinarias, del seguro o del crédito a un cliente. El nombre deriva del Lloyd del mercado del seguro de Londres en Londres, Reino Unido. Los soportes financieros, que aceptarían algo del riesgo en una empresa dada (históricamente un viaje del mar con riesgos asociados del naufragio) a cambio de un premio, escribirían literalmente sus nombres bajo información del riesgo que fue escrita en el resbalón de un Lloyd creado para este propósito.

partes, pero sin que asuma responsabilidad por los valores que no hayan sido vendidos en el plazo establecido.

“El contrato de colocación de títulos de securitización, se ha dado en casos en que se contrata, por lo general se trata de un banco de inversión, que dicha entidad adquiera parte o el total de la emisión de títulos. El contrato de servicios por colocación de los títulos respaldados por activos, usualmente se realiza para ofrecerlos en la oferta pública por medio de estrategias de mercado y, en la privada el colocador actúa como intermediario.”¹

1.6. Inversionista

Es la persona o entidad que compra o invierte su capital en los valores que se emiten con el respaldo del patrimonio autónomo. O sea todo aquel que participa en el mercado financiero utilizando sus ahorros en la adquisición de los valores emitidos.

1.7. Representante de los tenedores

Es quién actúa en representación de los tenedores de los valores emitidos dentro del proceso de titularización. Cabe anotar que el proceso puede albergar otras funciones como la administración del Patrimonio autónomo, la incorporación de mejoras al mismo, o incluso la custodia de los activos del mismo. Estas funciones suelen ser desempeñadas por la Sociedad de Titularización o alguna otra entidad especializada contratada para el efecto.

¹ SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 78

(C) Vías jurídicas de titularización y sus diferentes tipos

La titularización puede realizarse a través de cualquiera de las siguientes vías jurídicas:

1. Patrimonio Autónomo: Mediante un contrato de fideicomiso irrevocable, el fiduciario recibe del fideicomitente o fideicomitentes, la propiedad de uno o varios bienes con los cuales se conforma un patrimonio autónomo. La fiduciaria debe obtener la autorización a la Superintendencia de Valores con el fin de inscribir los títulos. Una vez que ha sido autorizado se emiten los títulos que serán colocados en el mercado a fin de obtener capital. De esta manera el patrimonio autónomo cuenta entonces con un activo que está constituido por los bienes titularizados y un pasivo que son los dineros entregados por los inversionistas que han comprado los títulos. Los títulos que se emiten con cargo al patrimonio autónomo se respaldan en el valor y flujo de caja de los activos transferidos y reflejan el costo de los fondos obtenidos por el originador para financiarse.

2. Fondos Comunes: Otro vehículo comúnmente utilizado es mediante los fondos comunes, los cuales mediante un contrato en fideicomiso se ofrecen y colocan en el mercado de valores las participaciones o certificados de inversión emitidos por el Fondo, previa autorización.

Una vez que los títulos han sido autorizados y calificados, se procede a la emisión de los mismos, para lo cual se inscriben en la Bolsa de Valores y se hace la oferta pública. Así el título queda inscrito en el mercado primario y puede llevarse a cabo el proceso de promoción y colocación en el mercado secundario, buscando una mayor liquidez al título con la colaboración del colocador para ser adquirido por los inversionistas. Los títulos emitidos en desarrollo de titularización, tienen las prerrogativas de los títulos valores, esto significa que deben mencionar el derecho que incorporan y la firma de quien los crea. Además, deben quedar debidamente inscritos según nuestra legislación, y ser

susceptibles de ser colocados mediante oferta pública. En el mercado financiero podemos reconocer diferentes tipos, entre ellos están:

Valores de participación: Llamados también corporativos, son los que representan derechos de participación sobre el patrimonio autónomo. Este tipo de valor no tiene rendimiento fijo ya que su rentabilidad se obtiene de las utilidades o pérdidas que genere el patrimonio autónomo. O sea, el inversionista adquiere una parte alícuota del patrimonio autónomo o fondo y participa de las utilidades o pérdidas que éste genere. Se asimilan a títulos de renta variable y se encuentran normalmente referenciados en unidades de participación. Pueden ser redimidos antes de la extinción del patrimonio autónomo o fondo, debido a la liquidación de parte de sus activos o bienes.

Valores de contenido crediticio: Son los que representan o incorporan el derecho a percibir el pago del capital y de los rendimientos financieros de acuerdo con los términos y condiciones indicados en el valor respectivo. Se asemejan a los títulos de renta fija y los activos que conforman el patrimonio autónomo respaldan el pasivo con los inversionistas.

Valores mixtos: Son aquellos que nacen de la combinación de los dos tipos anteriores, bajo los términos y condiciones indicados en el valor respectivo.

En cuanto a la ley de circulación, estos valores pueden ser nominativos o a la orden.

A nivel internacional nos encontramos con una diversidad de activos titularizables, como lo son: Titularización de documentos de crédito, Títulos Valores de cualquier tipo, Facturas cambiarias de compraventa, Flujos de caja futuros, Inmuebles, Proyectos de construcción, etc.

En Costa Rica, los activos objeto de titularización quedan limitados de acuerdo a lo establecido en el Reglamento sobre Oferta Pública de Valores, esta

dice que *“Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de flujos provenientes de: créditos hipotecarios de vivienda, créditos hipotecarios comerciales, créditos revolutivos, créditos comerciales, créditos personales, cobro de contratos de arrendamiento, cobro futuro de servicios como líneas o llamadas telefónicas, servicio de televisión por cable, desarrollo de obra pública, y otros que defina el Superintendente por acuerdo de alcance general. No serán considerados activos susceptibles de titularización los valores, ni los bienes muebles o inmuebles. En estos dos últimos casos sí lo serán los ingresos que estos generen”*.¹

(D) Titularización inmobiliaria

Antes de iniciar el análisis de este tema en particular, es importante mencionar como antecedente fundamental de esta figura el mercado secundario de hipotecas. Este surge en la década de 1930 producto de la depresión en los Estados Unidos de América, momentos en que la banca hipotecaria sufría problemas financieros muy graves. El Congreso de ese país promulgó la Ley de Vivienda Nacional de 1934, la cual tenía como objetivo crear un mercado secundario de hipotecas.

Este mercado secundario de hipotecas creció incentivado por el proceso de estandarización de las condiciones y términos de otorgamiento de créditos creados por tres instituciones públicas: Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC o “Freddie Mac”). Esta institución fue establecida en 1970. Es una institución privada, patrocinada por el gobierno de los Estados Unidos de América y está fuera del presupuesto nacional, sin embargo goza de una garantía implícita del dicho gobierno y se encuentra regulada por el Departamento de la Vivienda y de Desarrollo Urbano.

¹ Reglamento sobre Oferta Pública de Valores de Costa Rica, art. 61.

Federal National Mortgage Association (FNMA o “Fannie Mae”). Esta institución fue creada en 1938 y funcionó como una entidad de ahorro y préstamo “nacional”, captando fondos mediante la emisión de obligaciones que le permitían comprar créditos hipotecarios que eran mantenidos en su cartera. A partir del año 1968 esta institución se transformó en una corporación privada patrocinada por el gobierno de los Estados Unidos de América. También se encuentra fuera del presupuesto nacional, está regulada por el Departamento de la Vivienda y de Desarrollo Urbano y goza de una garantía de dicho gobierno.

Government National Mortgage Association (GNMA o “Ginnie Mae”). Esta institución creó títulos valores de carácter bursátil que fueron garantizados por créditos hipotecarios, conocidos como “Mortgage Backed Securities. Tiene respaldo total del gobierno federal de los Estados Unidos de América y únicamente opera con créditos hipotecarios garantizados por el gobierno.

De esta forma, inspirado por este antecedente y el buen desempeño de estas instituciones, independientemente de la reciente crisis financiera en las bolsas internacionales, los mercados financieros, en búsqueda de nuevos instrumentos que permitan la captación de recursos con activos muchas veces ilíquidos, es que se desarrolla la titularización con bienes inmobiliarios. Como lo hemos indicado, mediante esta figura se crea la posibilidad de captar recursos donde el patrimonio autónomo está constituido por bienes inmuebles.

La titularización inmobiliaria a nivel global, aunque muy limitada en nuestro país, tal y como lo hemos visto en nuestro Reglamento de Oferta Pública, es un proceso mediante el cual un inmueble se transforma en un documento bursátil, generando así liquidez a activos tales como: casas, edificios, lotes, locales comerciales etc. De esta forma podemos clasificarlos de la siguiente manera:

Inmuebles construidos: emitir títulos respaldados por el activo inmobiliario en sí, que puede constituir o no la transferencia de la propiedad del bien.

Proyectos de construcción (lotes o sumas de dinero): emisión de títulos respaldados por los flujos de efectivo futuros del proyecto.

Fondos Inmobiliarios: son fondos comunes especiales destinados a invertir en inmuebles construidos, en proyectos inmobiliarios o en otros títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria.

Independientemente de cuál sea el proceso de titularización inmobiliaria, siempre será necesario realizar una serie de requisitos, tales como:

Estudio previo: En el cual debe llevar a cabo un estudio para seleccionar el modelo que mejor se adapte a las necesidades del caso particular, considerando así los siguientes elementos:

Análisis de mercado: De esta forma se podrá determinar la comercialización del instrumento al ser ofrecido en el mercado financiero. Valorización del Inmueble: es necesario determinar cómo se comportara el precio del inmueble en el futuro, prever los posibles incrementos en el precio del mismo, con lo cual aumenta su capacidad de generar riqueza a su propietario.

Flujo de Caja: Ante un eventual proyecto, los flujos futuros deben ser considerados de previo para no descapitalizar cualquier tipo de proyecto. De esta forma se podrá determinar la rentabilidad estimada y por ende el costo al que se puede comprometer la colocación.

Análisis del Modelo de Titularización: Existen diferentes modelos que se pueden aplicar para lograr un proceso de titularización, para ello se deben considerar las características propias del activo y así poder determinar la posibilidad de un modelo, como mencionados en el apartado anterior, estos pueden ser títulos de renta fija, de renta variable, y por último los títulos de renta mixta. **Análisis Comparativo**: se debe contrastar la titularización del inmueble con

otras posibles fuentes de financiamiento disponibles para el proyecto, a fin de establecer las ventajas comparativas y los costos diferenciales.

Estudio Jurídico: Determinar el marco jurídico aplicable así como la disponibilidad del bien para ser sujeto de garantía.

Estructura jurídica de los modelos: Según sea el modelo de titularización seleccionado, este podrá ser administrado mediante fondos, fideicomiso, etc.

Otros aspectos a considerar: Debe existir seguridad en cuanto al estado físico del inmueble, motivo por el cual en caso de ser sujeto de eventual deterioro o destrucción, debe asegurarse.

Bursatilización: Esto significa que el inmueble debe tener la posibilidad de constituirse en título valor capaz de ser transado en el mercado financiero, buscando liquidez ante una masa mayor de posibles inversionistas. Como bien lo hemos dicho anteriormente, esto se logra al trasladar el inmueble a un patrimonio autónomo a través de las vías anteriormente mencionadas, fondos, fideicomisos, etc.

Calificación de riesgo: Este proceso debe provenir de una entidad debidamente reconocida *“esta es una entidad especializada, que estudia y determina el grado de riesgo que tienen los activos sujetos al proceso y, que determina qué tipo de y monto de garantías colaterales deben constituirse para obtener la calificación libre de riesgos.”*¹ Dentro de sus funciones, provee un análisis de la estructura del sistema de titularización empleada para determinar si es el más adecuado, también analiza de la calidad del emisor y del arrendatario, los flujos futuros, etc.

¹ SOLIS CHACON (Elisa). La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997, p 80

CAPITULO II: CONTRATO DE RECOMPRA CON GARANTIA INMOBILIARIA

En términos generales el contrato común se encuentra regulado en el Código Civil en los artículos 1007 al 1033 según esta normativa se conoce como contrato el acuerdo de voluntades con fines opuestos (comprar y vender por ejemplo) esto con el fin de producir efectos jurídicos que modifique, consolide o extinga una situación de derecho.

Por su parte Diego Baudrit Carrillo en su libro define el contrato como un acto jurídico, como *“el acuerdo de sujetos de derecho que manifiestan su voluntad para dar nacimiento, modificar o extinguir una relación jurídica de naturaleza patrimonial”*.¹

Esta teoría del contrato común tiene su fundamento y límites en el llamado principio de autonomía de la voluntad, y que consiste en la potestad de cada individuo de autorregular su propia esfera jurídica teniendo como límite únicamente aquellas conductas que le sean prohibidas ya sea por la ley, la moral y el orden público². Así las cosas, debido a esta adherencia del contrato común al principio de autonomía de la voluntad, es posible extraer, al menos, dos principios básicos que rigen su formación, a saber³:

¹ Baudrit Carrillo (Diego), Teoría General de lo Contrato, 2 edición, Juricentro, 1990, Pag. 28) Sobre este tema ver SOLANO CORRALES (Carlos), Nociones de Derecho Mercantil, 1º edición, Editorial UNED, San José, Costa Rica, 2000. Pág. 77.

² “la libertad de contratar no es tan amplia pues esta limitada por intereses públicos o estatales” BAUDRIT CARRILLO (Diego), El principio General de la Libertad de Contratar, Revista de Derecho Constitucional, N° 2 San José, 1991, Pág. 55 y ss. , Ver También HERNANDEZ VALLE (Rubén) , La Libertad Contractual Como Principio Constitucional, Revista Académica, San José, 1983, Pág. 22 y ss

³ Ortiz Ortiz Eduardo. Tesis de Derecho Administrativo: Tomo III. Primera Edición, San José, Costa Rica. Editorial Stardtmann. 2002.. P. 31

- a) La libertad e igualdad de las partes: Según la cual las partes deben ser iguales y ninguna debe mandar a la otra, y esta situación de igualdad se da en todas las etapas del contrato, desde su formación, hasta su extinción.

Esta igualdad, sin embargo, tiene algunas excepciones como lo son, entre otras: la posibilidad de resolución unilateral de un contrato en casos de contratos de confianza, *intuitio personae*, por ejemplo los contratos de mandato, depósito y arrendamiento que están expresamente regulados en el Código Civil. Igualmente, los llamados contratos de adhesión constituyen una excepción a la igualdad, ya que no existe una discusión entre las partes sobre el clausulado del contrato, sino que una de las partes se adhiere a este; sin embargo, el contrato sigue siendo civil ya que aunque el consentimiento de la parte que se adhiere es limitado y restringido, *“Lo esencial del contrato es la libertad en el consentimiento, no la forma conjunta de su celebración y elaboración.”*¹

No obstante las excepciones antes señaladas, estas no desvirtúan el principio de igualdad, aun cuando esta *“...igualdad queda reducida a la coincidencia de las voluntades en cuanto al contenido y a la ausencia de poderes para variar ese contenido. La igualdad es consentimiento e inmutabilidad de los derechos y obligaciones que nacen del contrato.”*²

- b) La relatividad subjetiva del contrato³: Según la cual, el contrato común al ser un instrumento que sirve a los intereses y autonomía de las

¹ Ortiz Ortiz Eduardo. Op. Cit. P. 32.

² Ortiz Ortiz Eduardo. Op. Cit. P. 32.

³ El artículo 1025 del Código Civil señala que “Artículo 1025.- Los contratos no producen efecto sino entre las partes, no perjudican a terceros, así como no les aprovechan, salvo lo dispuesto en los artículos

partes, solo produce efectos entre ellas, sin perjudicar o beneficiar a tercero, salvo disposición legal en contrario. En el caso de Costa Rica, se admite únicamente la estipulación a favor de tercero, que produce derechos en su beneficio, y no es posible afectar a terceros con obligaciones, si no hay aceptación previa de estos.

2.1 Elementos y particularidades del Contrato de Recompra:

El contrato para que sea considerado valido y pueda surtir efectos jurídicos en las vidas de los contratantes deberá contener como mínimo:

a. Un acuerdo:

El acuerdo es entre las partes sobre un contenido de voluntades, el cual debe ser común para ambos. Esto quiere decir que todas las partes deben tener por objetivo, al momento de celebrar el contrato, producir las mismas consecuencias jurídicas.¹

b. Objeto:

Con el fin de describir este elemento del contrato, se dice *“Hay contrato cuando varias personas se ponen de acuerdo sobre la declaración de voluntad común, destinada a reglar sus derechos”*². Esa voluntad común queda circunscrita en la realidad social acotada como base de operaciones del mismo formando la materia del negocio jurídico contractual, **“el objeto del contrato está en una íntima relación con su causa fuente real (hecho económico);**

siguientes.”. Por su parte el artículo 1030 del mismo Código señala “Artículo 1030.- La estipulación hecha a favor de un tercero es válida.”. Parajeles Vindas, Gerardo. Código Civil. Octava Edición. San José, Costa Rica. Editorial Investigaciones Jurídicas, S.A. Febrero 2001. P. 233 - 234.

¹ Ortiz Ortiz Eduardo, Op. Cit. P. 29

² Código Civil de Argentina, art. 1137

regula así el acceso a los bienes y servicios para satisfacer necesidades de consumo o insumo.”¹

Después de un breve repaso de concepto y recordando la mediación de un contrato de fideicomiso entre los puestos de bolsa y la Bolsa Nacional de Valores para hacer posible la negociación de recompras en el mercado bursátil costarricense, existiendo en este mecanismo de negociación un bien inmueble depositado en garantía, es que de acuerdo con el proceso bursátil mediante el cual se forma la operación de recompra a ser negociada en una sesión de bolsa, es que debe existir un título subyacente que es el que representa la garantía mediante la cual dicha operación de recompra tiene su fundamento. Es aquí donde debe nacer el nuevo instrumento que represente la garantía. Dicho de otra manera, cuando los puestos de bolsa suscriben los contratos de fideicomiso con la Bolsa Nacional de Valores para la negociación de recompras en el mercado bursátil, estos ceden en propiedad fiduciaria los títulos valores que serán garantía de la recompra, pero en nuestro caso particular, al tratarse de un bien inmueble, es que quién figure como Fiduciario en dicho fideicomiso, deberá extender un certificado que represente el bien inmueble recibido en garantía descrito en un lenguaje o formato que sea comprensible al ámbito bursátil y transparente al mercado. Este certificado es que llamaremos en el contrato de fideicomiso que propondré, el **Certificado de Garantía Inmobiliaria**, que podrá ser llamado para mayor facilidad por sus siglas **CGI**.

c. Certificado de Garantía Inmobiliaria:

Como hemos visto anteriormente, la recompra está compuesta de una diversidad de elementos que dan sustento a su existencia para poder ser transada en la Bolsa Nacional de Valores. Un elemento básico es el título depositado en garantía que respalda dicha transacción. Sin entrar en detalles de

¹ GUERSI (Carlos Alberto). Contratos Civiles y Comerciales. Buenos Aires, Argentina. Editorial ASTREA, quinta edición, 2002, 703 p. B.P. (página 122)

los términos que ya hemos analizado, es importante la existencia de este certificado porque es el que transformara en lenguaje bursátil el valor que representa el bien inmueble depositado en propiedad fiduciaria a favor del Fiduciario del fideicomiso para la realización de recompras.

El objetivo de este trabajo no es la creación del certificado en sí, sino más bien proponer un contrato de fideicomiso entre los puestos de bolsa y la Bolsa Nacional de Valores para que sea posible la negociación de recompras con garantía inmobiliaria. Es por ello que no entraré en detalles en cuanto al certificado en sí, sin embargo es importante mencionar que dicho documento debe contener toda la información de relevancia para el mercado, del bien inmueble que está representando. Serán las entidades responsables quienes al diseñar este título, consideren todos los elementos necesarios que este debe contener para que sea transparente al mercado, y con suficiente información para que los interesados puedan emitir sus criterios de valoración y de esta forma establecer un precio de negociación.

Este instrumento, al cual llamamos Certificado de Garantía Inmobiliaria o CGI, tiene la particularidad que está garantizada por un bien inmueble. En nuestro mercado bursátil, prácticamente es posible negociar cualquier tipo de título o valor, siempre que cuente con alta presencia bursátil. Esto significa, que debe tratarse de un título conocido en el mercado y con un significativo volumen de negociación. Por ello es que el vehículo que se busca es el instrumento de la recompra que faculta la posibilidad de financiación, siempre que éstas tengan un vencimiento posterior al que se pacta la recompra, que en el caso del bien inmueble no habría inconveniente.

Siendo ésta una figura completamente nueva en el mercado financiero y con ciertas limitaciones en la parte de titularización, está claro que hay un proceso de creación, registro y aprobación que debe llevarse a cabo para que nazca un instrumento de este tipo. Dentro de los propósitos de este trabajo, es

ofrecer algunas herramientas que sean de utilidad para todos aquellos con facultades suficientes para crear esta figura e ir más allá creando la posibilidad de agrupación mediante un esquema de titularización.

Si nos enmarcamos dentro de la posibilidad jurídica de captación, como realidad social acotada, vemos que la recompra que está garantizada por el bien inmueble que representa el Certificado de Garantía Inmobiliaria trasciende sobre las posibilidades que nuestra legislación ofrece, tomando de ésta todos los elementos necesarios para su creación. Ahora bien, si nos enmarcamos a la juridicidad, vemos que el instrumento que planteamos no es ilícito, prohibido o contrario a las buenas costumbres. Es más bien, una figura que nace de dos instrumentos comúnmente utilizados y negociados en nuestro diario vivir, las recompras y las garantías inmobiliarias. Finalmente es importante señalar que existe el valor económico en este tipo de operación, el cuál es fijado por las partes y debiera ser regulado por una institución fiscalizadora como lo es la Bolsa Nacional de Valores.

De previo a la negociación de una recompra, hay una obligación creada mediante un acuerdo de voluntades entre las partes que hace nacer dicha transacción. Esta obligación creada pasa a los diferentes participantes de la transacción una vez que esta se somete a un remate en el mercado, ya que hay un comprador o inversionista como lo hemos visto en capítulos anteriores, y una serie de elementos involucrados que generan obligaciones diversas entre las partes conforme la negociación se desenvuelve en el mercado.

Esta obligación que nace entre las partes, surge de la determinación de llevar a cabo un negocio que es posible tanto legal como materialmente hablando.

Así las cosas, buscamos que el objeto de esta nueva operación de recompra, que nace como un instrumento de inversión, respaldado por un activo, en este caso con garantía de un bien inmueble, sea factible para lograr

satisfacer la necesidad de financiamiento de aquellos propietarios de bienes inmuebles que buscan mecanismos más prácticos, ágiles y si es posible, de menor costo. Como bien se ha notado, la figura de recompra que se pretende crear no está limitada a ser respaldada por un solo inmueble, ya que puede en determinado momento, representar más de un bien inmueble siempre y cuando se logren las diversas modificaciones legales que así lo permitan. Es por esto, que mediante la titularización, ampliamente analizada en capítulos anteriores, permite mediante el agrupamiento de gravámenes sobre los inmuebles involucrados, lograr acceso al mercado financiero mediante este instrumento de recompra con garantías inmobiliarias.

d. El fin:

Este se refiere al resultado o finalidad perseguida por quienes realizan el contrato.- estos fines, en el contrato común, son libres y están definidos por las partes, teniendo como único límite no ser contrario a la ley o las buenas costumbres.

e. Sujeto:

La recompra se integra con sujetos de derecho, son personas jurídicas en este caso los puestos de bolsa en representación de sus clientes, con los elementos requeridos para formar las partes de una operación bursátil. Por ello el sujeto en una operación de recompra son aquellas partes involucradas en la transacción, quienes buscan en estas operaciones de gran importancia a través de los mercados financieros, las ventajas de alcanzar financiamiento sin el desprendimiento de los títulos que quedan en garantía, en este caso esa garantía es un fideicomiso de un bien inmueble. Las partes deben tener una capacidad negocial, o sea deben ser capaces de contratar y de obrar, esto por cuanto al hacer uso de su poder, como facultad de conducta, se obligan a una serie de actos que giran en torno a los bienes negociados utilizados como medios para satisfacer sus objetivos.

La operación de recompra vincula dos tipos de sujetos básicamente, uno que es el que se puede describir como el productor de bienes y servicios; mientras que la otra parte se puede describir como el que demanda o consume esos bienes y servicios.

El primero, o sea aquel que produce los bienes y servicios, en el caso propio de la operación de recompra, es aquel que vende una posición hoy para comprarla nuevamente en un plazo futuro previamente determinado, dentro de un mercado bursátil debidamente registrado y regulado. En el léxico bursátil se le llama “vendedor a hoy”, y lo que busca es financiamiento para satisfacer sus objetivos, para lo cual somete en garantía un inmueble el cual queda depositado en un fideicomiso y de esta acción nace lo que llamamos Certificado de Garantía Inmobiliaria. Esta persona, que como hemos dicho es el puesto de bolsa en representación de sus clientes, figura como Fideicomitente como más adelante veremos en la propuesta de contrato, y utiliza como vehículo para lograr su liquidez, el instrumento de recompra. Su objetivo principal no es vender el inmueble, ya que en la misma transacción bursátil se obliga a comprar la posición nuevamente en un plazo futuro previamente fijado llamado en el léxico bursátil “comprador a plazo”, para lo cual debe pagar un precio estipulado en los documentos de la transacción, en este caso llamados “*contrato bursátil u operación de bolsa*”¹, que son aquellos contratos u operaciones que se celebren en la bolsa y que tengan como objeto valores admitidos a negociación, y que se liquidan por los medios que autorice la Bolsa Nacional de Valores. En resumen podemos decir que el sujeto que busca financiamiento a un determinado plazo depositando en garantía un bien inmueble amparado mediante un contrato de fideicomiso, al vender su posición en el mercado bursátil, se torna en un “vendedor a hoy” llamado así en la Bolsa Nacional de Valores, con la obligación de comprar a futuro la posición que ha vendido, por tal motivo llamado en dicha

¹ Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores, art.3

Bolsa, “el comprador a plazo” y es este mismo sujeto, quién figura como el Fideicomitente en la propuesta que haré del contrato de fideicomiso.

El elemento diferenciador de la popular operación de recompra que todos los días se transan en la Bolsa Nacional de Valores, es que en este caso, depositado en un fideicomiso, existe una garantía real que es un bien inmueble o las rentas que éste genere, como puede ser el caso de alquileres, etc y por tanto el subyacente que debe existir en una recompra, es el Certificado de Garantía Inmobiliaria que representa la garantía real previamente depositada ante el Fiduciario. Esta citada garantía, es el respaldo ante un incumplimiento de la compra a futuro o a plazo. Lo anterior quiere decir, que quién vende hoy y debe comprar su posición a un plazo determinado, pagando un precio por el dinero recibido, queda establecido que de no cerrar el ciclo, o sea comprar de regreso la posición a futuro, se procederá a ejecutar o traspasar la garantía que ha sido depositada mediante el fideicomiso de acuerdo con lo establecido en dicho contrato, con las consecuencias que dicha ejecución implica para el propietario del inmueble *“incumplida la obligación garantizada, el acreedor puede instar o promover la enajenación de la cosa sobre que recae su derecho de garantía, para, sobre el precio, cobrarse aquella..”*¹

La otra parte que compone la operación de recompra, es aquel sujeto que invierte en bienes y servicios. Este sujeto quién en el léxico bursátil se le llama “comprador a hoy”, tiene un poder adquisitivo mediante un ahorro, busca invertir una determinada suma de dinero que le genere una utilidad, en este caso se ve compensado por el precio que recibirá al vencimiento de la transacción, por ello llamado en la Bolsa Nacional de Valores el “vendedor a plazo”. Este inversionista, invierte su ahorro buscando una rentabilidad mediante una

¹ ALBALADEJO (Manuel). Derecho Civil III Derecho de Bienes. Barcelona, España. Librería Bosh, Ronda Universidad, Volumen segundo, 1977, p 231

operación de recompra, que deja de ser típica, ya que como hemos mencionado en líneas anteriores, está amparado mediante un contrato de fideicomiso con una garantía inmobiliaria en caso de incumplimiento según las condiciones pactadas, siendo este en la propuesta del contrato de fideicomiso que presentaré, quién figure como Fideicomisario. El inversionista no busca comprar el inmueble que garantiza la operación de recompra, busca realizar una inversión colocando su ahorro a un plazo previamente establecido, con una fecha de vencimiento específica y por un precio que compensa el tiempo de inversión en el que colocó su dinero. Este sujeto, de todos modos, siendo claro su objetivo de inversión no busca realizar una simple compra-venta, sin embargo sabe que existe una garantía inmobiliaria que respalda su inversión en caso de incumplimiento de acuerdo a las condiciones que se lleguen a pactar.

f. Ámbito de acción:

La recompra, como instrumento bursátil que es, se negocia en una sesión de bolsa. En el caso de la Bolsa Nacional de Valores esta se inicia todos los días hábiles de las 10am hasta la 1pm jornada continua.

Antes de analizar la mecánica mediante la cual se negocia este tipo de instrumento, es importante refrescar algunos eventos previos que deben consolidarse antes de sacar a remate o a mercado una operación de recompra.

Debido a que la recompra está respaldada por una garantía, normalmente títulos valores negociables en bolsa, siendo en nuestro caso el Certificado de Garantía Inmobiliaria, el cual como hemos dicho es el título valor que nace en representación de la garantía depositada en el fideicomiso que presentaré, el vendedor a hoy, o sea el sujeto que busca financiamiento, que como hemos mencionado es el puesto de bolsa que representa su cliente quién debe haber cumplido con los requisitos exigidos para dicho trámite y así poder obtener una cuenta de cliente. Mediante esta cuenta, el cliente podrá entregar los títulos o documentos que utilizará como garantía para la operación de recompra al

puesto de bolsa que le representará en las negociaciones bursátiles ante la Bolsa Nacional de Valores. Estos bienes deben cederse en calidad fiduciaria a una Central de Valores, ya que como garantía que será, no pueden quedar bajo la custodia del mismo puesto de bolsa que representa el cliente. Así las cosas, esta Central de Valores se torna en el Fiduciario de la transacción a realizar, ya que custodiará el documento depositado en garantía, lo restringirá ya que debe quedar congelado como garantía que es, y ser transferido a favor de la cuenta del puesto de bolsa que compra o invierte en la operación a hoy en caso de incumplimiento por parte del deudor. Explicado de otra forma, todos los puestos de bolsa que operan en la Bolsa Nacional de Valores deben tener una cuenta en la Central de Valores, esto debido a que mediante esta cuenta, esta Central de Valores debitará y acreditará las compras y las ventas respectivamente que hagan los puestos de bolsa a través de la sesión bursátil, en esa misma cuenta depositará a favor las garantías que respalden cualquier operación de recompra en que el puesto de bolsa haya invertido, y contrariamente debitará de la cuenta de los puestos de bolsa que han vendido la posición de recompra, los títulos que respaldan como garantía dicha transacción. En una típica operación de recompra, estos títulos depositados en garantía pueden ser cualquiera de los instrumentos bursátiles que ya hemos mencionado anteriormente y que a diario se negocian en la Bolsa Nacional de Valores. Con la nueva modalidad de recompra que propongo, la garantía no es uno de los títulos valores indicados, es un título que nace del contrato de fideicomiso en el cual se ha depositado en garantía un bien o bienes inmuebles, que por ello llamaremos, Certificado de Garantía Inmobiliaria, cuyas siglas son CGI, siguiendo la costumbre bursátil de identificar los títulos valores lo más simple posible. Este nuevo título, debe describir en forma transparente el bien que representa, en nuestra propuesta, un bien inmueble. Con esta información, el inversionista podrá valorar el instrumento y determinar un precio de negociación. Ahora bien, con respecto a la mecánica operativa, una vez que la apertura de cuenta del cliente está lista ante el puesto de bolsa, el vendedor a hoy puede, a través de un corredor de

bolsa negociar en una sesión bursátil la operación de recompra, la cual se ofertará en el mercado en los horarios descritos en líneas anteriores. El corredor de bolsa ingresará la oferta en los sistemas de remate, dando oportunidad para que el mercado conozca y todo aquél interesado acepte la oferta o haga una contraoferta. En este punto de la negociación pueden ocurrir varios escenarios:

El primer escenario es que el corredor de bolsa al ingresar la oferta lo haga con el propósito de buscar compradores que se interesen en otros puestos de bolsa del mercado. De esta forma, aquellos puestos de bolsa que ven la oferta en la sesión de remate, mediante la información que esta contiene, podrán tomar una decisión de inversión, ya sea rechazando la oportunidad de inversión, para lo cual no tienen que hacer nada, o bien, en caso que se interesen por la inversión, aceptando ésta tal y como se ofrece, o bien haciendo una contraoferta al vendedor. En caso que se interesen, seleccionan la operación de recompra y esta se somete al remate, esto debido a que toda operación de bolsa que se somete al remate es porque hay un acuerdo por parte de un vendedor y un comprador en cosa y precio. Durante ese remate, los demás participantes del mercado podrán mejorar la oferta de compra y al final del remate, quién se adjudique la inversión en la operación de recompra será el que haya ofrecido un mejor precio, o sea en términos financieros y con un comportamiento a la inversa, ello quiere decir que un mejor precio, o sea más alto, implica un rendimiento más bajo, lo cual hace que para el vendedor sea más barata la colocación debido a que debe reconocer un menor costo por la transacción realizada. Siguiendo el mismo caso, los otros puestos de bolsa interesados podrán hacer una contraoferta de la recompra ofrecida, si el vendedor la acepta sigue el proceso comentado, esto es lo que se llama en Bolsa, "*operación acordada*".¹

¹ Operación acordada: Se denomina operación "acordada" a aquella que se realice entre dos Agentes pertenecientes a Puestos de Bolsa diferentes, quienes llegan a un entendimiento sobre las características de la transacción.

El segundo escenario es que el corredor de bolsa al ingresar la oferta lo hace simultáneamente con la aceptación de compra, ello quiere decir que el mismo puesto de bolsa representa tanto al vendedor de la posición de recompra como al comprador de dicha posición, esto es lo que se llama “operación cruzada”¹. En este caso el proceso de negociación es el mismo del escenario anterior, ya que una operación bursátil nace del acuerdo en firme de un vendedor y un comprador, por tanto existiendo ambos sujetos, la recompra sale al mercado para ser subastada, ya que a pesar de existir ese acuerdo de cosa y precio entre ambas partes, el remate público hace que los demás participantes del mercado bursátil puedan ofertar y así nutrir la transparencia del mercado.

Al finalizar el remate, la operación de recompra es asignada al comprador que ofreció el mejor precio, este comprador es al que llamamos “comprador a hoy”, o sea el inversionista que paga el monto pactado al día hábil siguiente de realizada la transacción. Este a su vez se constituye en un vendedor a plazo, fecha futura previamente fijada en la transacción, esto significa que al cumplirse la fecha el fiduciario, en este caso la Central de Valores, debitará del Puesto de Bolsa del deudor o vendedor a hoy, la suma correspondiente al monto pactado para asignarlo a la cuenta del Puesto de Bolsa que representa al vendedor a plazo.

A su vez, al finalizar el remate, el vendedor a hoy, quién recibe el monto pactado un día hábil posterior a la sesión de bolsa en la que se llevó a cabo la transacción, se compromete a recomprar la posición a una fecha futura, o sea en el mismo acto se constituye en un comprador a plazo. Esto quiere decir que vencida la fecha pactada, el comprador a plazo debe pagar el monto pactado más su respectivo interés. Ese monto es automáticamente debitado de la cuenta del puesto de bolsa que representa al comprador a plazo, por parte de la Central

¹ Operación Cruzada: Son aquellas en que un mismo Puesto de Bolsa asume la posición de compra y de venta.

de Valores, para asignar la suma determinada de dinero a la cuenta del puesto de bolsa representante del vendedor a plazo. Con esta acción, la Central de Valores libera el título valor depositado en garantía para la realización de la transacción, y lo asigna nuevamente a favor de la cuenta del puesto de bolsa que representa al comprador a plazo. Si este pago no se llega a realizar, en una típica operación de recompra, el Fiduciario tiene la potestad de rematar la garantía en una sesión de bolsa y con el producto de dicho remate, pagar al acreedor, en este caso el vendedor a plazo, quién desde el origen de la transacción ha figurado como el inversionista.

El incumplimiento de compra a plazo en la nueva modalidad de recompra que se propone al mercado mediante esta tesis, siendo aquella que tiene como garantía todo lo que representa el mencionado Certificado de Garantía Inmobiliaria (CGI), daría la potestad al Fiduciario ya sea de rematar la garantía para satisfacer el monto adeudado o bien la asignación del bien al acreedor, según lo establecido en el contrato de fideicomiso que a continuación propongo para la creación de este nuevo instrumento de inversión.

Con todo lo que hemos analizado hasta el momento, es crucial para lograr la amplitud del mercado que se busca, y de esta forma aprovechar los beneficios de agilidad, precio, liquidez y transparencia que brinda un sistema desarrollado bursátil, es que todos los puestos de bolsa registrados en la Bolsa Nacional de Valores sea parte del contrato de fideicomiso que a continuación propongo, de esta forma lograr la participación en los remates de la mayor cantidad de participantes posible para lograr todos los beneficios mencionados del sistema.

Como lo han notado en líneas anteriores, en las operaciones de recompra, quienes participan como vendedores y compradores son los puestos de bolsa en representación de sus clientes, esto debido entre otras cosas al Secreto Bursátil, que sin desear entrar en detalle en este tema, ya que no es el

objetivo que se busca en este trabajo, es importante a conocerlo motivo por el cual lo describo en el apartado a continuación.

g. Secreto Bursátil:

Este se puede definir como “la obligación de todo los sujetos fiscalizados por la SUGEVAL que reciban o ejecuten órdenes de inversión o asesoren a participantes del mercado, las bolsas de valores y los emisores, de guardar bajo estricta confidencialidad, la información que conozcan de sus clientes y sus transacciones y que no podrá ser usada en beneficio propio ni de terceros; tampoco para fines distintos de aquellos para los cuales fue solicitada por las autoridades competentes. El fundamento del secreto bursátil se encuentra en el artículo 108 de la LRMV, imposibilita la utilización de información por parte de los participantes en beneficio propio o de terceros, sin que pueda interpretarse que el ente regulador se encuentra incluido en alguna de estas categorías.

Se conoce como información privilegiada toda información concreta, referente a uno o varios valores o a sus emisores, que no haya sido dada a conocer al público y pueda influir en los precios de dichos valores.¹

La información del cliente no es información pública de conformidad con lo dispuesto en el artículo 25 de la LRMV², no obstante, es información confidencial a la que tiene acceso la Superintendencia para poder cumplir el fin público encomendado y de conformidad con las facultades que le han sido otorgadas mediante artículo 8 incisos j) y l), y 168 de la ley supracitada.

El acceso a la información de los participantes del mercado también se encuentra

¹ Reglamento De Políticas De Prevención De Uso Indebido De Información Privilegiada artículo 2

² ARTÍCULO 25.- Información pública

A partir del momento en que se realice una transacción en el mercado secundario tendrá carácter de información pública el tipo de valor monto, el precio y el momento en que se completa la transacción, así como los puestos de bolsa que intervinieron en ella.

específicamente regulado en el caso de las entidades de compensación y liquidación, custodios y entidades de depósito y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 29 de la LRMV¹, lo relativo a la liquidación financiera de las operaciones bursátiles será aplicable en tanto la bolsa realice funciones de compensación y liquidación.

¹ ARTÍCULO 29.- Funciones y atribuciones

Las funciones y atribuciones de las bolsas serán las siguientes:

- a) Autorizar el funcionamiento de los puestos de bolsa y de los agentes de bolsa, regular y supervisar sus operaciones en bolsa y velar porque cumplan con esta ley, los reglamentos de la Superintendencia y las normas dictadas por la bolsa de la que sean miembros, sin perjuicio de las atribuciones de la Superintendencia.
- b) Establecer los medios y procedimientos que faciliten las transacciones relacionadas con la oferta y la demanda de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- c) Dictar los reglamentos sobre el funcionamiento de los mercados organizados por ellas, en los cuales deberá tutelarse la objetiva y transparente formación de los precios y la protección de los inversionistas.
- d) Velar por la corrección y transparencia en la formación de los precios en el mercado y la aplicación de las normas legales y reglamentarias en las negociaciones bursátiles, sin perjuicio de las potestades de la Superintendencia.
- e) Colaborar con las funciones supervisoras de la Superintendencia e informarle de inmediato cuando conozca de cualquier violación a las disposiciones de esta ley o los reglamentos dictados por la Superintendencia.
- f) Vigilar que los puestos de bolsa exijan a sus clientes las garantías mínimas, el cumplimiento de garantías y el régimen de coberturas de las operaciones a crédito y a plazo, de acuerdo con los reglamentos dictados por la bolsa respectiva.
- g) Suspender, por decisión propia u obligatoriamente por orden de la Superintendencia, la negociación de valores cuando existan condiciones desordenadas u operaciones no conformes con los sanos usos o prácticas del mercado. Cuando la suspenda por decisión propia, la bolsa deberá notificar de inmediato a la Superintendencia la suspensión decretada.
- h) Autorizar el ejercicio a los agentes de bolsa, cuando cumplan con los requisitos dispuestos por esta ley y los reglamentos de la respectiva bolsa.
- i) Poner a disposición del público información actualizada sobre los valores admitidos a negociación, los emisores y su calificación si existiese, el volumen, el precio, los puestos de bolsa participantes en las operaciones bursátiles, las listas de empresas clasificadoras autorizadas, así como la situación financiera de los puestos de bolsa y de las bolsas mismas, de acuerdo con las normas de la Superintendencia.
- j) Mantener un sistema de arbitraje voluntario para resolver los conflictos patrimoniales que surjan por operaciones bursátiles entre los puestos de bolsa, entre los agentes de bolsa y sus puestos o entre estos últimos y sus clientes. Este sistema será vinculante para las partes que lo hayan aceptado mediante el correspondiente compromiso arbitral, y se regirá en un todo por las normas sobre el particular, contenidas en el Código Procesal Civil.
- k) Asesorar, en lo pertinente, a la Superintendencia.
- l) Ejercer la ejecución coactiva o la resolución contractual de las operaciones bursátiles, así como efectuar la liquidación financiera de estas operaciones y, en su caso, ejecutar las garantías que los puestos de bolsa deban otorgar, todo de conformidad con los plazos y procedimientos determinados reglamentariamente por la bolsa respectiva. Lo relativo a la liquidación financiera de las operaciones bursátiles será aplicable en tanto la respectiva bolsa realice funciones de compensación y liquidación en los términos de esta ley.
- m) Las demás que autorice la Superintendencia, en uso de sus atribuciones.

El artículo 119 inciso c) de la LRMV se refiere a la obligación de confidencialidad de los custodios y entidades miembros del Sistema de Anotación en Cuenta.

Como podemos extraer de la normativa citada, es requisito indispensable que todos los sujetos activos en las operaciones bursátiles, mantengan reserva en cuanto a la información de los participantes del mercado. Es deber de cada ente supervisado por la SUGEVAL, dictar las políticas de prevención que eviten la circulación de información confidencial y además las medidas a tomar en caso de violación del secreto bursátil, así como la comunicación de las sospechas de violaciones ante la SUGEVAL.

h. Leyenda del contrato:

El siguiente contrato representa una sugerencia de la forma en la cual se podría pactar la voluntad de las partes que busquen un mecanismo de inversión como lo sería la recompra con garantía inmobiliaria o mediante un grupo de estas a través de la titularización. Consiente que es una propuesta muy prematura que debe ser debidamente consultada y analizada por las entidades responsables, con este trabajo busco aportar ciertas ideas por medio las cuales la figura ampliamente estudiada en este trabajo, pueda ser una realidad a corto plazo y así disponer dentro de la variedad de los títulos valores que diariamente se negocian en la Bolsa Nacional de Valores, uno más que es un instrumento de recompra con garantía inmobiliaria, que producto de un fideicomiso el cual a continuación propongo, genera un título representativo de la garantía depositada el cual llamo **Certificado de Garantía Inmobiliaria (CGI)**

CONTRATO DE FIDEICOMISO PARA LA NEGOCIACION DE CERTIFICADOS DE GARANTIA INMOBILIARIA

La CENTRAL DE VALORES de la Bolsa Nacional de Valores S.A., domiciliada en San José, Santa Ana, Centro de Oficinas Forum, representada por su Presidente Ejecutivo, _____, mayor, casado _____, _____, vecino _____, con cédula de identidad número _____ en adelante llamado EL FIDUCIARIO; _____ en adelante llamado EL FIDEICOMITENTE; y _____ en adelante llamado EL FIDEICOMISARIO. Acuerdan celebrar el presente Contrato de Fideicomiso llamado FIDEICOMISO PARA LA NEGOCIACION DE CERTIFICADOS DE GARANTIA INMOBILIARIA, en adelante denominado el FIDEICOMISO, manifestando expresamente conocer los Reglamentos de la Bolsa Nacional de Valores S.A. y con su firma aceptar expresamente todo lo indicado en el presente contrato.

CLAUSULA NÚMERO UNO: PARTES DEL FIDEICOMISO:

En virtud del presente FIDEICOMISO, se denominaran las partes contractuales de la siguiente manera:

- a) **FIDEICOMITENTE:** Es la persona jurídica que da el bien en fideicomiso, en adelante denominado el FIDEICOMITENTE, con el fin de obtener financiamiento. El FIDEICOMITENTE será el vendedor a hoy del CERTIFICADO DE GARANTIA INMOBILIARIA en adelante denominado CGI, y quien compre de regreso en un plazo futuro, o sea será el comprador a plazo.

- b) **FIDUCIARIO:** Es la persona jurídica quien acepta la tenencia en calidad de propietario fiduciario del bien dado en fideicomiso, en adelante denominado el FIDUCIARIO y quien una vez recibido el bien en calidad fiduciaria, emite el CGI.
- c) **FIDEICOMISARIO:** Es la persona jurídica que adquiere el CGI, en adelante el FIDEICOMISARIO. El FIDEICOMISARIO es quien compra a hoy el CGI y lo vende de regreso a un plazo futuro.

CLAUSULA NÚMERO DOS: DEL CERTIFICADO DE GARANTIA INMOBILIARIA:

El Certificado de Garantía Inmobiliaria, en adelante denominado el CGI, es un instrumento bursátil emitido por el FIDUCIARIO una vez que ha recibido en calidad fiduciaria el bien inmueble dado en garantía, en adelante llamado el BIEN FIDEICOMETIDO, y debe describir toda la información relacionada al BIEN FIDEICOMETIDO que representa para efectos de ser conocida en forma transparente por todas las partes del FIDEICOMISO. El CGI podrá ser negociado únicamente mediante una operación de recompra, en adelante denominada RECOMPRA, durante una sesión de bolsa de la Bolsa Nacional de Valores, en adelante denominada LA BOLSA. El CGI representa la garantía de cumplimiento de la RECOMPRA.

El CGI debe indicar lo siguiente:

(a) La descripción del BIEN FIDEICOMETIDO, las citas de su inscripción en el Registro Nacional, los gravámenes así como cualquier derecho o anotación sobre el mismo.

(b) Que el BIEN FIDEICOMETIDO pertenece a la CENTRAL DE VALORES de la BOLSA en propiedad fiduciaria.

(c) Que el precio base de negociación de la RECOMPRA en BOLSA nunca podrá ser menor al precio mínimo reglamentario, el cual se consignará en el CGI.

(d) Que el FIDUCIARIO ejercerá exclusivamente los derechos sobre la propiedad por todo el plazo del FIDEICOMISO, vencido el cual, el BIEN FIDEICOMETIDO se traspasará a quien esté registrado como propietario del CGI en los archivos que al efecto llevará el FIDUCIARIO.

(e) Que todos los gastos que demande la cesión del BIEN FIDEICOMETIDO incluyendo honorarios notariales, timbres, impuestos y otros, correrán por cuenta exclusiva del FIDEICOMITENTE.

CLAUSULA NÚMERO TRES: DEL FIDEICOMISO:

El FIDEICOMISO se constituye para garantizar el cumplimiento de las obligaciones de las partes relacionadas en la negociación del CGI, hacer cumplir las condiciones en que se realizará la RECOMPRA, así como los derechos de las partes sobre el CGI o del BIEN FIDEICOMETIDO, con el fin de garantizar el cumplimiento de lo pactado en el FIDEICOMISO.

CLAUSULA NÚMERO CUATRO: DEL BIEN FIDEICOMETIDO:

El BIEN FIDEICOMETIDO de este contrato se describe de la siguiente manera:

Finca ubicada en la provincia de _____, matricula _____, derechos _____, plano catastrado (provincia)_____, (numero)_____, (año)_____. Sobre la cual pesan el gravamen hipotecario inscrito en el la escritura registra en el tomo _____, asiento _____. Servidumbre inscrita en el tomo _____, asiento _____.

Otros gravámenes y anotaciones inscritos en el tomo _____, asiento _____. Existe un contrato de alquiler que inicio el _____ de _____ de _____, y finaliza el _____ de _____ de _____. Este alquiler se pacto por un monto de _____. Otras Observaciones_____.

CLAUSULA NÚMERO CINCO: DECLARACIÓN JURADA:

El FIDEICOMITENTE declara bajo fe de juramento, que la información proporcionada anteriormente es real. De igual manera manifiesta que no tiene conocimiento de otros derechos, contratos, acuerdos o circunstancias, hechos, demandas, juicio, denuncias, o información que ponga o pueda poner en riesgo los derechos de propiedad o de disposición sobre el BIEN FIDEICOMETIDO.

CLAUSULA NÚMERO SEIS: DE LOS GRAVAMENES O ANOTACIONES DEL BIEN FIDEICOMETIDO:

En aquellos casos en que el BIEN FIDEICOMETIDO se encuentre gravado, embargado o en litigio, será posible cederlo en calidad de garantía fiduciaria, solo si todos los gravámenes y anotaciones sean canceladas simultáneamente con el dinero producto de la venta del CGI a través de la RECOMPRA. El FIDEICOMITENTE deberá entregar al FIDUCIARIO toda la información respectiva sobre las deudas para que sean canceladas, autorizando al FIDUCIARIO a realizar dicha cancelación asignando para ello a un notario de su preferencia, no siendo responsabilidad del FIDUCIARIO aquellos retrasos que sufra el proceso a menos que haya actuado con dolo, negligencia, impericia o culpa grave. Tampoco será responsable ante el FIDEICOMITENTE, adquirente,

acreedores y derechohabientes si la cancelación dependiera de un tercero o del Poder Judicial, por los retrasos y pérdidas que estos pudieran ocasionar.

CLAUSULA NÚMERO SIETE: DEL PLAZO:

El FIDEICOMISO tendrá el mismo plazo establecido en el CGI o hasta que el FIDUCIARIO haya traspasado el BIEN FIDEICOMETIDO ya sea al FIDEICOMITENTE o al FIDUCIARIO.

CLAUSULA NÚMERO OCHO: DEL FIDUCIARIO:

EL FIDEICOMITENTE Y FIDEICOMISARIO designan como FIDUCIARIO a la CENTRAL DE VALORES de LA BOLSA de calidades ya descritas y con capacidad jurídica para este acto. Quedando esta autorizada para ejercer todos los derechos que el presente contrato y la ley le otorgan, tendrá además los siguientes derechos:

- a) Cobrar los honorarios por la administración del BIEN FIDEICOMETIDO.
- b) Exigir todas las condiciones, requisitos, seguros, procedimientos y garantías establecidas en este contrato, en las leyes y reglamentos aplicables.
- c) Negarse a realizar cualquier acto no incluido expresamente en este contrato cuando lo solicitado no convenga al los intereses del FIDEICOMISO.

- d) Realizar todos aquellos actos no incluidos en este contrato, en todos aquellos casos que a juicio del FIDUCIARIO sea conveniente para la correcta ejecución del contrato de FIDEICOMISO.
- e) Resolver unilateralmente el FIDEICOMISO en los casos y bajo las condiciones previstas en este instrumento.
- f) Retener el BIEN FIDEICOMETIDO como garantía por todas y cualquier obligación a cargo de las otras partes o de terceros, o que resulten de los actos legítimos del FIDUCIARIO.

Deberes del FIDUCIARIO: además de los deberes que el FIDEICOMISO y la legislación aplicable le imponen, el FIDUCIARIO tendrá los siguientes deberes:

- a) Inscribir a su nombre en calidad fiduciaria en el Registro Publico el BIEN FIDEICOMETIDO
- b) Emitir el CGI, con todos los requisitos exigidos en este FIDEICOMISO el cual representa los derechos sobre el BIEN FIDEICOMETIDO que podrán ser negociados en la BOLSA.
- c) Cancelar como responsabilidad subsidiaria los impuestos municipales y territoriales, tasas y multas que pesaren o llegaren a pesar sobre el BIEN FIDEICOMETIDO, siempre y cuando el FIDEICOMITENTE no cumplierse con tales pagos y hubiese recursos líquidos suficientes en el patrimonio fideicometido.
- d) Rendir, cuando le fuere solicitado por alguna de las partes, la información pertinente respecto de su función dentro del FIDEICOMISO.

- e) Otorgar la escritura de traspaso del BIEN FIDEICOMETIDO a quien corresponda una vez finalizado el plazo de vigencia del FIDEICOMISO.
- f) Todas aquellas acciones necesarias para que se realice una correcta y eficiente administración y ejecución del FIDEICOMISO

CLAUSULA NÚMERO NUEVE: DEL FIDEICOMITENTE:

Derechos del FIDEICOMITENTE:

- a) Vender en la BOLSA mediante una RECOMPRA el CGI.
- b) Recibir el monto de la venta del CGI menos las deducciones, pagos y cancelaciones acordadas en el FIDEICOMISO.
- c) Realizar las operaciones bursátiles en LA BOLSA que este FIDEICOMISO y los reglamentos le permitan.

Deberes del FIDEICOMITENTE:

- a) Comprar de regreso a plazo futuro el CGI, mediante una RECOMPRA en la BOLSA, pagando el principal, intereses y cualquier otro costo o gasto que esta negociación hubiese generado.
- b) Suscribir la escritura de traspaso del BIEN FIDEICOMETIDO que pasara a formar parte del patrimonio fideicometido.
- c) Cancelar a tiempo los impuestos territoriales, municipales, tasas, multas y garantías y cualquier otra obligación que pese o llegare

a pesar sobre el BIEN FIDEICOMITIDO, así como los servicios públicos y derechos condominales que deba el BIEN FIDEICOMITIDO. Deberá presentar todos los originales de los recibos al FIDUCIARIO.

- d) Depositar al FIDUCIARIO las reservas de dinero para el pago subsidiario de los impuestos territoriales, municipales, tasas, multas y garantías y cualquier otra obligación que pese o llegue a pesar sobre el BIEN FIDEICOMITIDO, así como los servicios públicos y derechos condominales que deba el BIEN FIDEICOMITIDO. Deberá presentar todos los originales de los recibos al FIDUCIARIO.
- e) Pagar todos los gastos que genere el traspaso del BIEN FIDEICOMITIDO a propiedad fiduciaria, si los hubiere.
- f) Pagar las comisiones, honorarios, reservas, seguros, y cualquier otro gasto o gastos que sea condición o consecuencia de la operación de este FIDEICOMISO.

CLAUSULA NÚMERO DIEZ: DEL FIDEICOMISARIO:

Derechos del FIDEICOMISARIO

- a) Comprar en la BOLSA mediante una RECOMPRA el CGI.
- b) Recibir al finalizar el plazo de vigencia del FIDEICOMISO, el monto del principal y los intereses establecidos en el CGI.
- c) Realizar las operaciones bursátiles en la BOLSA que este FIDEICOMISO y la ley le permitan.

- d) Recibir mediante traspaso a su favor, el BIEN FIDEICOMETIDO en caso de incumplimiento del FIDEICOMITENTE del pago del CGI o de las cláusulas establecidas en el FIDEICOMISO.

Deberes del FIDEICOMISARIO

- a) Pagar el monto establecido del CGI al comprar la RECOMPRA.
- b) Vender de regreso a plazo futuro el CGI, mediante una RECOMPRA en la BOLSA, siempre y cuando el FIDEICOMITENTE haya cancelado todas las obligaciones establecidas en el FIDEICOMISO.

CLAUSULA NÚMERO ONCE: DEL PATRIMONIO FIDEICOMETIDO:

El patrimonio del FIDEICOMISO está constituido por el BIEN FIDEICOMITIDO que el FIDEICOMITENTE ha traspasado en propiedad fiduciaria al FIDUCIARIO. Adicionalmente el FIDEICOMITENTE deberá depositar al FIDUCIARIO el monto necesario que este determine como reserva para cubrir el pago de los impuestos y demás cargas legales que pesen sobre el BIEN FIDEICOMITIDO y que deban ser cancelados durante el plazo de este FIDEICOMISO.

CLAUSULA NÚMERO DOCE: DEL USO DEL BIEN FIDEICOMETIDO:

Durante todo el plazo del FIDEICOMISO, el FIDEICOMITENTE podrá hacer uso del BIEN FIDEICOMITIDO, quien será responsable por el adecuado mantenimiento y asume el derecho de ocupar el BIEN FIDEICOMITIDO hasta que se cumpla el plazo establecido en el CGI.

CLAUSULA NÚMERO TRECE: DE LOS GASTOS:

Los gastos, impuestos y honorarios que se originen de la cesión del BIEN FIDEICOMITIDO, deberán ser cancelados por el FIDEICOMITENTE.

CLAUSULA NÚMERO CATORCE: DE LA NEGOCIACION DEL CGI:

La negociación del CGI será por medio de una operación bursátil en la BOLSA, esta transacción será mediante la RECOMPRA. La RECOMPRA está compuesta por dos negociaciones que se realizan simultáneamente, una que se denomina A HOY y la otra que se denomina a PLAZO. En la negociación A HOY, EL FIDEICOMITENTE venderá el CGI quien recibirá el precio pactado menos las deducciones que se mencionan en el FIDEICOMISO, y el FIDEICOMISARIO lo adquirirá previo pago del precio pactado y como garantía del pago realizado recibe el CGI con todos los derechos que este le confiere. En la negociación A PLAZO, el FIDEICOMITENTE adquiere la obligación de comprar el CGI de regreso una vez cumplida la fecha futura previamente establecida, pagando el precio pactado y cualquier gasto o costo establecido en este FIDEICOMISO, y el FIDEICOMISARIO por su parte adquiere la obligación de vender a ese plazo futuro el CGI y regresar de esta manera al FIDEICOMITENTE la garantía respaldada mediante el CGI, únicamente si el pago es recibido a satisfacción.

Ambas partes aceptan el FIDEICOMISO en todas sus partes, así como los derechos y las obligaciones que de él se deriven y las consecuencias de los actos legítimos que hubiera realizado el FIDUCIARIO.

CLAUSULA NÚMERO QUINCE: DE LA ADMINISTRACION DEL FIDEICOMISO:

Del producto de la venta del CGI a través de la RECOMPRA, primero deberán ser pagados las comisiones de la BOLSA, y todos aquellos gastos que se describen dentro del Patrimonio Fideicometido que no hayan sido depositados previamente por el FIDEICOMITENTE, tales como sin limitarse a los honorarios notariales, los honorarios por avalúo, los gastos por la administración del FIDEICOMISO, las reservas para el pago de los impuestos nacionales y municipales y el costo de las pólizas de seguro que el FIDUCIARIO estime convenientes para garantizar la conservación y buen estado del BIEN FIDEICOMETIDO. El FIDEICOMITENTE deberá cubrir todos los gastos que demanden el mantenimiento y protección del BIEN FIDEICOMITIDO, de acuerdo con los términos establecidos en el FIDEICOMISO. El FIDEICOMITENTE será responsable de cualquier pérdida o menoscabo que afecte el BIEN FIDEICOMITIDO cuando haya actuado con culpa, negligencia, impericia o dolo.

CLAUSULA NÚMERO DIECISEIS: DE LA IRREVOCABILIDAD DEL PRESENTE CONTRATO:

Una vez vendido el CGI mediante la RECOMPRA en la BOLSA, el FIDEICOMISO será irrevocable a excepción de lo establecido en la Cláusula siguiente.

CLAUSULA NÚMERO DIECISIETE: DE LA RESOLUCION ANTICIPADA DEL FIDEICOMISO:

Se podrá solicitar la resolución anticipada del FIDEICOMISO, previo pago de las comisiones del FIDUCIARIO, comisiones de la BOLSA, honorarios profesionales, impuestos, pólizas de seguro y cualquier otro gasto que el FIDUCIARIO hubiere tenido que incurrir, liquidadas y cumplidas las obligaciones del FIDEICOMISO a favor de terceros, bajo las siguientes condiciones:

(a) Llegare a ser imposible el fin que persigue el FIDEICOMISO.

(b) De común acuerdo el FIDEICOMITENTE, el FIDEICOMISARIO y el FIDUCIARIO, así lo decidieran.

CLAUSULA NÚMERO DIECIOCHO: DE LAS COMISIONES, HONORARIOS Y GASTOS:

La transacción del BIEN FIDEICOMITIDO por medio de la BOLSA implicará la obligación de cancelar las comisiones, honorarios y gastos que en esta Cláusula se describen. El pago de estos montos, tendrá prioridad sobre cualquier otra obligación, incluso frente a terceros, de modo que el FIDUCIARIO podrá deducir los montos correspondientes del pago producto de la venta del CGI. Las comisiones, honorarios y gastos serán:

(a) La BOLSA recibirá una comisión del 0,20% del valor de transacción se realice del CGI.

(b) El FIDUCIARIO recibirá un pago por honorarios por concepto de la administración del FIDEICOMISO sobre el valor de la transacción del CGI

correspondiente al 0.50% el primer año del FIDEICOMISO y del 0.25% por cada semestre o fracción adicional.

(c) Se deberá suscribir las pólizas de seguro que el FIDUCIARIO indique y mantener las reservas necesarias para las renovaciones correspondientes durante la vigencia del FIDEICOMISO.

(d) Se deberá cancelar el monto del avalúo del BIEN FIDEICOMITIDO que el FIDUCIARIO indique.

(e) Se deberá cancelar una reserva para el pago de Impuestos Nacionales y Municipales.

CLAUSULA NÚMERO DIECINUEVE: DE LAS MODIFICACIONES AL CONTRATO DE FIDEICOMISO:

El FIDEICOMITENTE y el FIDEICOMISARIO renuncian expresamente al derecho de introducir modificaciones al FIDEICOMISO durante la vigencia del mismo, y renuncian al derecho de pedir la remoción del FIDUCIARIO, salvo por falta grave. En el evento que proceda, de acuerdo a la Ley, para el cambio del FIDUCIARIO, el nombramiento del sustituto deberá contar con la aprobación por escrita previa del FIDEICOMITENTE y FIDEICOMISARIO.

CLAUSULA NÚMERO VEINTE: DE LA RESOLUCIÓN DE CONFLICTOS:

Las partes acuerdan, en forma expresa e irrevocable, que toda controversia, diferencia o reclamación que surja del FIDEICOMISO incluyendo en particular, su formación, validez, obligatoriedad, interpretación, ejecución, incumplimiento o terminación, así como las reclamaciones extracontractuales, serán sometidas a arbitraje de Derecho para su resolución definitiva, de conformidad con el

Reglamento de Conciliación y Arbitraje de la Cámara de Comercio de Costa Rica, a cuyas normas las partes se someten en forma incondicional. El arbitraje tendrá lugar en San José, Costa Rica, en las oficinas del Centro de Conciliación y Arbitraje de la Cámara de Comercio de Costa Rica. El idioma que se utilizará en el procedimiento arbitral, será el español. La controversia, diferencia o reclamación, se resolverá de conformidad con el Derecho de Costa Rica.

CLAUSULA NÚMERO VEINTIUNO: DE LOS DOMICILIOS PARA RECIBIR NOTIFICACIONES Y COMUNICACIONES OFICIALES:

Las partes manifiestan que las comunicaciones y notificaciones serán debidamente recibidas para el FIDEICOMITENTE _____; para el FIDEICOMISARIO _____ y para el FIDUCIARIO, de acuerdo a lo indicado al efecto por la Ley de Notificaciones.

El cambio de domicilio de cualquiera de las partes deberá ser comunicado al FIDUCIARIO, por escrito, y este estará en la obligación de informarlo a las demás, de inmediato. En fe de lo anterior, firmamos en tres tantos de igual contenido y validez, al ser las _____ horas del día _____ de _____ del año _____.

Fideicomitente

Fiduciario

Fideicomisario

Existe un punto importante que debemos citar dentro de los contratos, y en este caso en particular del fideicomiso. En el contrato de fideicomiso se determinan una serie de derechos y obligaciones a las cuales las partes quedan sujetas.

Si cada una de las partes cumple con sus respectivas obligaciones, el contrato finalizará de forma normal, sin embargo, cuando se da un incumplimiento de las obligaciones generadas por el contrato, podría darse la “ejecución coactiva” por medio de la Bolsa.

Sobre este tema Vidal Ramírez dice”... pueden darse casos en que no se cumpla la liquidación, cualquiera que sea la causa, las normas que rigen las operaciones de bolsa han previsto la ejecución forzada mediante un procedimiento privativo que se ventila ante la propia Bolsa, sin perjuicio, claro está, de que el imputado tenga responsabilidades civiles y penales y que pueda recurrir ante el poder constitucional”¹

Claro está que al igual que en otros contratos, la parte que no ha incurrido en falta podrá solicitar tanto la resolución del contrato, como la ejecución forzosa.

Dentro de las relaciones constantes en la Bolsa Nacional de Valores, encontramos la del cliente con el puesto de bolsa, y la que existe entre puestos de bolsa, y es en esta última en donde se pueden aplicar estos dos mecanismos de solución en caso de incumplimiento.

El Reglamento General de la Bolsa de Valores es el que determina el procedimiento para los casos de incumplimiento de obligaciones dentro de las operaciones realizadas en Bolsa.

¹ VIDAL RAMIREZ (Fernando), La Bolsa de Valores. Un Ensayo de Derecho Bursátil, Lima, Cultural Cuzco S.A. Editores, primera edición, 1988, p 406.

El artículo 54 nos habla de los incumplimientos de las obligaciones y dice *“En el caso de que una de las partes en un contrato de bolsa no cumpla con las obligaciones derivadas de las operaciones acordadas que haya realizado, dentro de los plazos establecidos por la Bolsa para ello, ésta última aplicará en primer lugar los mecanismos de gestión de riesgo y si éstos resultaren insuficientes o infructuosos de manera tal que el incumplimiento persista, la parte cumpliente en la operación contará con un plazo máximo de un día hábil bursátil después de la fecha en que se produce el incumplimiento para solicitar a la Bolsa la ejecución coactiva de la operación o alguna de las modalidades de resolución contractual. En caso que la Bolsa no reciba notificación alguna dentro del plazo señalado en el presente artículo, se procederá a realizar la ejecución coactiva de la operación.”*

Como vemos, al existir un incumplimiento, lo primero que se aplica es el proceso referente a los mecanismos de gestión de riesgo, si estos fueren insuficientes, la parte que no ha incumplido tiene un día hábil bursátil para solicitarle a la Bolsa que ejerza la ejecución coactiva o resolución del contrato. Sin embargo si la Bolsa no recibe ninguna solicitud al respecto realizara la ejecución coactiva de oficio.

En los casos que la parte cumpliente solicita la resolución del contrato, deberá escoger entre la resolución por diferencias y la resolución limpia ...”a) *Resolución por diferencias: Es aquella en la cual la Bolsa, al momento en que la parte solicite la resolución, procederá a calcular la diferencia entre el precio sucio de ejecución de la operación incumplida y el precio sucio según la metodología de valoración de la Bolsa Nacional de Valores, y liquidará la diferencia resultante entre ambas contrapartes de la operación antes de dejar sin efecto el contrato de bolsa. Para tal efecto, la Bolsa utilizará la fórmula de cálculo contenida en las Reglas de Negocio de la Bolsa Nacional de Valores.*

b) *Resolución limpia: Es aquella en la cual la Bolsa, al momento en que la parte solicite la resolución, procederá a dejar sin efecto la operación efectuada y devolverá a la parte que ha cumplido lo que haya entregado en cumplimiento de sus obligaciones.*¹

La resolución contractual consiste en dejar sin efecto todo lo realizado de acuerdo al tipo de resolución escogido.

Los artículos 56 y 57 del reglamento ya citado describen el procedimiento a seguir en caso de ejecución coactiva:

Artículo 56: Ejecución coactiva de las operaciones. Obligación de pago.

La Bolsa puede realizar la ejecución coactiva de una operación bursátil, por voluntad expresa o presunta del puesto que ha cumplido, una vez que se haya realizado la notificación al puesto incumpliente requiriéndolo a cumplir a más tardar en la sesión bursátil siguiente al día de la misma, y que éste no haya cumplido con su obligación de pago. En este caso, la Bolsa designará, mediante un sistema de rotación, el puesto de bolsa quien escogerá al agente de bolsa que deberá vender, por cuenta del puesto de bolsa moroso, los valores entregados por el puesto de bolsa que ha cumplido y que son objeto de la operación de bolsa respectiva. La venta deberá realizarse en la sesión bursátil del día en que la Bolsa le haya ordenado al puesto su realización, al mejor precio que sea posible obtener. No se incluirán dentro del sistema de rotación, el puesto de bolsa moroso ni aquél que ha solicitado la ejecución coactiva.

El monto que resulte de dicha venta se entregará al puesto de bolsa en cumplimiento de la obligación de pago inobservada. A dicho monto se le deducirán las comisiones de bolsa que correspondan por las operaciones efectuadas. El Puesto incumpliente deberá indemnizar los daños y perjuicios causados al Puesto que sí cumplió; con este

¹ Artículo Artículo 55: Resolución contractual. Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores

propósito se establece como indemnización el monto que resulte de aplicar, desde el día de realizada la operación incumplida hasta el día del pago y sobre el valor transado de esa operación la tasa de interés básica pasiva del Banco Central de Costa Rica para operaciones en moneda nacional, y la tasa Prime Rate para operaciones en dólares americanos. Si el monto resultante fuere insuficiente para cubrir la obligación referida, la Bolsa ejecutará las garantías dadas por el puesto de bolsa incumpliente hasta un monto que le permita cumplir la obligación referida de compra y las comisiones de Bolsa correspondientes; todo lo expuesto sin perjuicio de las sanciones correspondientes, de acuerdo con la Ley.

Artículo 57: Ejecución coactiva de las operaciones. Obligación de entrega.

Cuando la Bolsa deba proceder a la ejecución coactiva de una operación bursátil, por voluntad expresa o presunta del puesto que ha cumplido, una vez que se haya realizado la notificación al puesto incumpliente requiriéndolo a cumplir a más tardar en la sesión bursátil siguiente al día de la misma, y que este no haya cumplido con su obligación de entrega. En este caso, Bolsa ordenará a un puesto de bolsa, mediante un sistema de rotación, la compra, por cuenta de dicho puesto moroso, de los valores necesarios para cumplir con la operación de bolsa que motivó la ejecución coactiva. No se incluirán dentro del sistema de rotación, el puesto de bolsa moroso ni aquel que ha solicitado la ejecución coactiva.

La compra de los valores que se encargue al puesto de bolsa se realizará mediante una operación de contado a hoy, al mejor precio que sea posible obtener en la sesión bursátil del mismo día en que la Bolsa ha solicitado la operación.

El pago de la operación que la Bolsa ordene será cubierto del precio pagado por el puesto que ha solicitado la ejecución. Si el precio fuere insuficiente, la Bolsa procederá a ejecutar las garantías del puesto incumpliente hasta un monto que le permita cumplir la obligación referida de pago y las comisiones de bolsa correspondientes.

Si la compra de los valores convenidos no pudiere llevarse a cabo por no existir en el mercado, en ese momento, oferta de valores o valores iguales a los que deben entregarse, el Puesto que ha solicitado la ejecución podrá optar por la resolución contractual o por mantener la ejecución coactiva. En este último caso, la Bolsa ordenará al puesto de bolsa que corresponda que procure la compra del título respectivo en el plazo de tres sesiones bursátiles.

Si vencido el plazo anterior no ha resultado posible la obtención del título o valor de que se trate, la Bolsa devolverá al puesto que ha cumplido, el precio pagado por la operación incumplida y ejecutará las garantías rendidas por el puesto; todo lo expuesto, sin perjuicio de las sanciones de Ley.

La mecánica de la ejecución coactiva se realiza por medio de la bolsa, la sigue los siguientes pasos extraídos de los artículos anteriores:

1. Ordenará un puesto de bolsa, diferente a los dos que forman parte del contrato, la compra, por cuenta de dicho puesto moroso, de los valores necesarios para cumplir con la operación de bolsa que motivó la ejecución coactiva.
2. El pago de la operación que la Bolsa ordene será cubierto del precio pagado por el puesto que ha solicitado la ejecución.
3. Si el precio fuere insuficiente, la Bolsa procederá a ejecutar las garantías del puesto incumpliente hasta un monto que le

permita cumplir la obligación referida de pago y las comisiones de bolsa correspondientes.

4. Si la compra de los valores convenidos no pudiere llevarse a cabo el Puesto que ha solicitado la ejecución podrá optar por la resolución contractual o por mantener la ejecución coactiva.
5. En este último caso, la Bolsa ordenará al puesto de bolsa que corresponda que procure la compra del título respectivo en el plazo de tres sesiones bursátiles.
6. Si vencido el plazo anterior no ha resultado posible la obtención del título o valor de que se trate, la Bolsa devolverá al puesto que ha cumplido, el precio pagado por la operación incumplida y ejecutará las garantías rendidas por el puesto; todo lo expuesto, sin perjuicio de las sanciones de Ley.

i. Norma aplicable:

Siendo la operación de recompra una figura ampliamente utilizada por la Bolsa Nacional de Valores en las transacciones bursátiles, la legislación y regulación ha sido actualizada constantemente con el pasar del tiempo. Para entender el marco legal por el cual se desenvuelve la operación de recompra, debemos citar las siguientes fuentes:

1. Código de Comercio:

En los artículos 398 hasta el 410 el legislador menciona las Bolsas de Comercio. Si bien es cierto que son normas generales, lo importante de esto es que permite el nacimiento de un mercado bursátil a través de una Bolsa de Valores, ya que sin entrar en una descripción específica habla de la posibilidad de creación de las Bolsas de Comercio, la forma en que deben constituirse, los

requisitos para su creación, los tipos de productos que pueden ser negociados, etc.

En cuanto a las recompras con garantías hipotecarias, es importante mencionar que nuestra legislación, desde el Código de Comercio, deja abierta la posibilidad de transar este tipo de instrumento desde el momento en que dice: *“En las bolsas, se podrán llevar a cabo, libremente, toda clase de contratos de comercio que se indiquen en la escritura social...”*¹

En todo caso, el mercado buscando la flexibilidad que se requiere para aceptar los cambios continuos que el ámbito financiero exige, el legislador hábilmente ha dejado la puerta abierta para que las partes, de común acuerdo puedan transar a través de una bolsa *“Todas las operaciones que los particulares deseen hacer en la bolsa, deben ser propuestas y realizadas por medio de un puesto de bolsa, que las efectuará a través de sus agentes debidamente autorizados por la bolsa.”*²

2. Ley Reguladora del Mercado de Valores:

Con la creación de esta ley, el mercado bursátil se desarrolla en un marco legal más específico, creado y destinado para regular las transacciones en bolsa así como todos sus participantes, entre otras cosas.

A través de esta ley, se busca regular una serie de actividades propias de un mercado bursátil, como lo es la Oferta Pública de Valores, ampliamente regulado en el Título II en su Capítulo I, así como la emisión de Papel Comercial y Bonos, detallado en el mismo Título en su Capítulo II.

¹ Código de Comercio, art. 402.

² Código de Comercio, art. 407.

Entrando más en la figura específica de recompra, el legislador detalla la forma en la que deben operar los mercados secundarios organizados, ya que recordemos que la recompra es considerado un instrumento bursátil de este tipo de mercado, haciendo mención al respecto desde los artículos 22 en adelante. Podemos observar todo lo referente a la creación de Bolsas de Valores propiamente a partir de los artículos 27 en adelante, haciendo mención al objetivo de su existencia, las entidades reguladoras como lo es la Superintendencia General de Valores, llamada SUGEVAL y otras instituciones de mayor jerarquía como lo es el Superintendencia General de Entidades llamada SUGEF y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero llamado CONACIF.

La figura de la recompra se menciona por primera vez, a través de la figura del reporto como lo podemos observar en los artículos 49 al 52.

3. Reglamento de la Bolsa Nacional de Valores:

En el Capítulo VIII referente a los tipos de operaciones bursátiles, desde el artículo 42, la Bolsa Nacional de Valores menciona los diferentes tipos de instrumentos que se transan en las sesiones de Bolsa. Dentro de estos, tenemos las operaciones a hoy como las operaciones a plazo, que como hemos analizado en capítulos anteriores, esta es la estructura de una operación de recompra, una operación que nace a hoy la cual se paga de contado, y la otra operación que en el mismo acto, se pacta a un plazo futuro.

Mediante este Reglamento, adicionalmente se ordena todo lo referente a los Puestos de Bolsa y los Corredores de Bolsa, indicando específicamente los requisitos exigidos para su participación en el mercado, así como la forma en la que se debe operar cada uno de los instrumentos bursátiles.

4. Reglamento Administrativo de la Central de Valores de la Bolsa Nacional de Valores:

Mediante este Reglamento se regula una parte muy importante del proceso que lleva una operación de recompra en el mercado bursátil, ya que recordemos que para el desarrollo de este tipo de operación, debe mediar una garantía depositada en custodia en una institución creada para dicho efecto, en este caso la CEVAL. Es así como el funcionamiento de la CEVAL permite que las partes involucradas en una recompra, no solo tengan la certeza de la garantía depositada, si no también que existe una entidad que hace el mecanismo de cobro y acreditación de fondos a los diferentes Puestos de Bolsa que participan en la transacción bursátil.

5. Reglamento sobre operaciones de reporto de la Bolsa Nacional de Valores:

Este Reglamento como su título lo indica, es el ordenamiento legal específico que regula las operaciones de recompra. De esta forma, desde su artículo 1 hasta el final en su artículo 30 y sus anexos, es que se detalla todo lo referente a las recompras, como lo es el alcance, conceptos, participación de los Puestos de Bolsa, objetos que pueden ser utilizados en recompras, las obligaciones, garantías, obligaciones de cumplimiento por parte de los sujetos involucrados, la forma en la que se pueden negociar posiciones ya transadas, o lo que en bolsa se le llama, “ventas de posición”¹, etc.

¹ Es la venta que se realiza de una operación de recompra posterior al remate, esta debe realizarse antes de su fecha de vencimiento.

2.2 Modificaciones normativas necesarias para la aplicación de esta figura.

Dentro de una propuesta novedosa, que permita el uso de una herramienta ya existente pero aun no utilizada a través de la Bolsa Nacional de Valores, como lo es la recompra con garantía inmobiliaria representada mediante el Certificado de Garantía Inmobiliaria, es necesario estudiar la normativa existente para poder determinar que tan posible legalmente es la utilización de esta figura.

A continuación se analizaran la legislación que tiene relación con el tema, y se intentará determinar cuál es su influencia sobre esta figura y si es posible su implementación, o es necesaria una reforma.

1. Código de Comercio:

El Código de Comercio regula el tema del comercio en las bolsas de comercio en forma general y no entra de manera profunda y detallada a determinar cuáles son las figuras que se pueden transar en la bolsa de valores, más bien se limita a dar los lineamientos que deberán cumplir las bolsas y los puestos de comercio para ser constituidos.

Nuestro Código de Comercio regula este tema en su Título IV con un único capítulo llamado “de las bolsas de comercio”, podríamos decir que lo que nos interesa es el artículo 399 párrafo final, ya que deja en manos de la Ley Reguladora del Mercado de valores toda la regulación sobre el tema. Así las cosas, vemos que no existe en el Código de Comercio ninguna norma que tenga que ver específicamente con el tema.

2. Ley Reguladora del Mercado de Valores:

Esta Ley regula directamente el mercado de valores, así como las personas que intervienen en este tipo de transacciones, además de determinar cuáles son los contratos y bienes que se pueden transar.¹

Desde su artículo 2 hace referencia a lo que debe considerarse oferta pública de valores, servicios o intermediación y dice...“*todo ofrecimiento, expreso o implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores entre el público inversionista*”².

El punto importante dentro de este análisis es determinar cuáles son esos valores que se pueden ofrecer. La Ley en el párrafo segundo del artículo 2 expone ... “se entenderá por valores los títulos valores así como cualquier otro derecho económico o patrimonial, incorporado o no en un documento que, por su configuración jurídica y régimen de transmisión, sea susceptible de negociación en un mercado de valores.” Luego en su Capítulo I llamado “Oferta Pública de Valores”, esta Ley regula los bienes que serán objeto de oferta pública y el artículo 10 toca el punto medular de este tema “*Objeto de oferta pública: Sólo podrán ser objeto de oferta pública en el mercado primario, las emisiones de valores en serie conforme a las normas dictadas reglamentariamente por la Superintendencia y autorizadas por ella.*” (El subrayado no es del original).

El artículo 10 antes citado se refiere a la normativa reglamentaria que sea emitida por la Superintendencia y es aquí donde se trata directamente el tema de las garantías inmobiliarias, por lo que seguidamente analizaremos el Reglamento de Oferta Pública de Valores.

¹ ARTÍCULO 1.- Objeto

Esta ley tiene por objeto regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos.

² Artículo 2 Ley Reguladora del Mercado de Valores

3. Reglamento de Oferta Pública de Valores:

Este reglamento, en su artículo 2 define valores refiriéndose a los derechos que tengan contenido patrimonial que puedan incorporarse a un documento que permita ser negociado en el mercado de valores.¹

Sin tener que entrar a analizar sus características, se consideran instrumentos financieros, las acciones de sociedades anónimas, las obligaciones negociables emitidas por una entidad o por un emisor público o privado, títulos valores según la ley y practica mercantil, y los certificados de participación de fondos de inversión.²

También puede presumirse que existe un valor siempre y cuando no exista prueba en contrario, en los documentos o instrumentos representativos de contratos de inversión o emitidos en conexión directa con tales instrumentos, los certificados que otorguen a sus tenedores derechos de participación en un patrimonio fideicometido, con exclusión de los fideicomisos testamentarios o de garantía, y por último los productos provenientes de procesos de titularización y otros productos estructurados, según lo dispuesto en este Reglamento.³

¹ Artículo 2° **Concepto de valor.** Se considera valor cualquier derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento que, por su configuración jurídica y régimen de transmisión, pueda ser objeto de negociación en un mercado de valores. (Reglamento de Oferta Pública de Valores)

² Artículo 3°—**Instrumentos financieros que se consideran valores.** Se consideran valores, sin necesidad de entrar a considerar ningún otro elemento o circunstancia:

- a) Las acciones emitidas por sociedades anónimas, así como cualquier otro documento que pueda dar derecho a la suscripción de acciones.
- b) Las obligaciones negociables emitidas por un emisor público o privado.
- c) Los documentos que tengan la naturaleza de títulos valores según la ley o la práctica mercantil.
- d) Los certificados de participación de los fondos de inversión.

³ Artículo 4°—**Presunciones sobre la existencia de un valor.** Se presumirá, salvo prueba en contrario, que constituyen valores:

- a) Los documentos o instrumentos representativos de contratos de inversión o emitidos en conexión directa con tales contratos. Se entiende por contrato de inversión cualquier contrato en el que concurren las características siguientes:
 - i. La conjunción de un tomador de fondos y un inversionista que aporta los fondos.
 - ii. El inversionista no tiene injerencia directa en la administración de la empresa o negocio a que se refiere la inversión.

Una vez mencionada la legislación que define la oferta pública y cuáles son los valores que se pueden dar en esta, es importante decir que no es posible según las normas existentes, que se extienda un valor que permita ser comercializado en la bolsa en la que se de cómo garantía, bienes muebles o inmuebles, esto porque el Reglamento de Oferta Pública de Valores en su artículo 61 enumera cuales son los activos que tienen la posibilidad de ser objeto de titularización y prohíbe tajantemente la posibilidad de realizar una titularización sobre bienes mueble o inmuebles¹

Tampoco es posible utilizar el fideicomiso de garantía² en la oferta pública, como herramienta para obtener valores cediendo como garantía bienes inmuebles, pues en el artículo 4 antes citado, se excluyen estos como valores, no permitiendo por ende, utilizar la figura de la recompra desarrollada anteriormente dentro de este trabajo.

ii. Se ofrecen o emiten documentos o instrumentos múltiples, aunque no necesariamente iguales, cada uno de los cuales representa un derecho de crédito o de participación en relación con una cartera o negocio común.

b) Los certificados que otorguen a sus tenedores derechos de participación en un patrimonio fideicometido, con exclusión de los fideicomisos testamentarios o de garantía.

c) Los productos provenientes de procesos de titularización y otros productos estructurados, según lo dispuesto en este Reglamento.

1 Artículo 61.—Activos objeto de titularización. Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de flujos provenientes de: créditos hipotecarios de vivienda, créditos hipotecarios comerciales, créditos revolutivos, créditos comerciales, créditos personales, cobro de contratos de arrendamiento, cobro futuro de servicios como líneas o llamadas telefónicas, servicio de televisión por cable, desarrollo de obra pública, y otros que defina el Superintendente por acuerdo de alcance general. No serán considerados activos susceptibles de titularización los valores, ni los bienes muebles o inmuebles. En estos dos últimos casos sí lo serán los ingresos que estos generen.

²Es aquel donde el fiduciario recibe el bien o derecho que constituya la garantía y conserva su titularidad durante un tiempo determinado, para que el deudor cumpla con su obligación.

Una vez vencido el plazo estipulado, el fiduciario devuelve la titularidad del bien o derecho al fideicomitente, siempre que se haya cumplido con su obligación; de lo contrario, seguirá las instrucciones que se le hayan pautado para liquidar dicha obligación garantizada.

La finalidad es la de garantizar a los acreedores del fideicomitente (designados fideicomisarios en el contrato), que en caso de incumplimiento de éste en la atención de sus deudas, el fiduciario, liquida los bienes fideicometidos, para con su producto, pagar en proporción, las deudas del fideicomitente, que hayan sido garantizadas con el patrimonio del fideicomiso.

Mediante esta figura es viable garantizar todo tipo de obligaciones (créditos directos, líneas de crédito, cartas de crédito, etc). <http://www.bncr.fi.cr/BN/info.asp?c=bcaemp&sc=einve&t=eisf>

Es claro que la oferta pública de valores que se realiza en el mercado primario, tiene una regulación estricta y que prohíbe que se generen títulos que tengan como garantía bienes inmuebles. Por esta razón es que procederemos a analizar los reportos o recompras en el mercado secundario, para determinar si es posible la utilización de esta figura dentro de este mercado.

4. Reglamento Sobre Operaciones de Reporto

Dejando de lado lo relacionado con la oferta pública de valores, analizaremos lo que corresponde a las recompras o reportos.

La Ley Reguladora del Mercado de Valores define las operaciones de reporto como: *“... un contrato por el cual el reportado traspasa en propiedad, al reportador, títulos valores de una especie dada por un determinado precio, y el reportador asume la obligación de traspasar al reportado, al vencimiento del plazo establecido, la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie, contra el reembolso del precio, que puede ser aumentado o disminuido en la medida convenida. Este contrato se perfecciona con la entrega de los títulos”*.¹

Es dentro del Reglamento sobre Operaciones de Reporto donde se describe detalladamente el tema y define las operaciones de reporto así: *“Se consideran operaciones de reporto aquellas en las cuales el reportado (vendedor a hoy y comprador final a plazo) mediante una operación de contado traspasa en propiedad al reportador (comprador a hoy y vendedor final a plazo), valores de una especie dada por un determinado precio, y el reportador asume la obligación de traspasar al reportado, al vencimiento del plazo establecido, la propiedad de otros tantos valores de la misma especie, contra el reembolso del precio, que puede ser aumentado o disminuido en la medida convenida.”*²

¹ Artículo 49.- Reporto. Ley Reguladora del Mercado de Valores

² Artículo 2 del Reglamento Sobre Operaciones de Reporto

Una vez definido lo que es una operación de reporto, es importante conocer cuáles son los valores que pueden ser objeto de reportos, que son definidos en el artículo 5 del mismo Reglamento que dice: *“Podrán ser objeto de este tipo de operaciones, los valores estandarizados que se encuentren admitidos a negociación en los mercados organizados por la Bolsa, pudiendo ser valores de deuda, accionarios o de participación, salvo lo estipulado en el artículo 18 del presente reglamento el cual aplicará únicamente para el reporto tripartito. La Gerencia de la Bolsa informará periódicamente sobre los valores negociables mediante operaciones de reporto en el documento denominado “Reglas de Negocio de la Bolsa Nacional de Valores S.A.”, en adelante “Reglas de Negocio”.*

Cuando se habla de valores estandarizados se hace referencia a “la emisión y/o colocación de títulos con características idénticas de denominaciones, plazo, tasas, fechas de emisión y de vencimiento.”¹ Características que los hacen tener un mayor dinamismo dentro del mercado de valores.

Ante este panorama sabemos que el título resultante de un fideicomiso cuyo bien subyacente es un inmueble, no podría ser estandarizado pues solo lograría servir como garantía para un título. Sin embargo este mismo artículo en su parte final dice *“...salvo lo estipulado en el artículo 18 del presente reglamento el cual aplicará únicamente para el reporto tripartito. La Gerencia de la Bolsa informará periódicamente sobre los valores negociables mediante operaciones de reporto en el documento denominado “Reglas de Negocio de la Bolsa Nacional de Valores S.A.”, en adelante “Reglas de Negocio”.*”

Según el artículo 17 del Reglamento citado *“Se consideran operaciones de reporto tripartito aquellas en las cuales el valor subyacente es traspasado por*

¹ <https://www.hacienda.go.cr/Msib21/Espanol/Tesoreria+Nacional/EstandarizacionInformacion.htm>

el reportado en la operación de contado al fideicomiso de garantías administrado por la Bolsa durante el transcurso del plazo de la operación, comprometiéndose a recomprarlo de nuevo en un plazo determinado, contra el reembolso del precio al reportador, que puede ser aumentado o disminuido en la medida convenida.”

Y el artículo 18 referido dice *“Podrán ser objeto de operaciones de reporto tripartito, los valores que se encuentren admitidos a negociación en los mercados organizados por la Bolsa pudiendo ser valores de deuda, accionarios o de participación. La Gerencia de la Bolsa informará periódicamente sobre los valores negociables mediante éstas operaciones en Reglas de Negocio.”*

Este artículo deja una vital posibilidad para la transacción de títulos no inscritos que tengan como garantía un bien inmueble, y que sean transados a través de una recompra. Si interpretamos de forma extensiva la frase *“Podrán ser objeto de operaciones de reporto tripartito, los valores que se encuentren admitidos a negociación en los mercados organizados por la Bolsa pudiendo ser valores de deuda, accionarios o de participación.”* Diremos que la expresión *“valores que se encuentran admitidos a negociación en los mercados organizados por la bolsa”* unido a la frase final *“La Gerencia de la Bolsa informará periódicamente sobre los valores negociables mediante éstas operaciones en Reglas de Negocio”*, deja claro que el tipo de valores negociables dentro de este mercado no está restringido a valores de deuda, accionarios y de participación, sino que será la bolsa la que determine cuales son estos valores.

De aquí se extrae la premisa que un título que resulte de un fideicomiso cuyo bien subyacente es un inmueble, como es el caso del que proponemos con el nombre de Certificado de Garantía Inmobiliaria, podría ser transado en bolsa una vez que la Bolsa Nacional de Valores lo autorice. Al respecto cito un fragmento de la respuesta a la consulta realizada al Departamento Legal de la Bolsa Nacional de Valores *“Con base en dicho entendimiento y en lo que se*

refiere a los títulos no inscritos, el artículo 22 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores establece claramente la posibilidad de que las bolsas de valores puedan transar con dichos valores no inscritos e individuales, siempre y cuando:

- *Se realice por medio de un sistema de negociación separada del mercado de los títulos inscritos.*
- *Se encuentren debidamente identificados.*
- *Se destaque que no estarán sujetos a supervisión de la Sugeval y que su ejecución estará bajo responsabilidad de las partes.”¹*

Después de revisar las normas relacionadas con el tema, podemos ver que la posibilidad de utilizar un título que sea resultado de un fideicomiso que tenga como bien garante un inmueble y pueda ser transado en bolsa, como lo es el caso del CGI, es posible, más bien diríamos que lo que se requiere es voluntad renovadora por parte de las autoridades que tienen a cargo el mercado de valores.

¹ Consulta realizada a Verónica Riboldi López, Abogada, Dirección de Asesoría Legal, Bolsa Nacional de Valores S.A.

CONCLUSIONES

El mercado bursátil es dinámico ya que constantemente se enfrenta a nuevos retos que nacen de la sofisticación de los demandantes de crédito e inversionistas. Esta complejidad que día a día se vive, exige la flexibilidad y apertura a nuevos mecanismos de captación e inversión que deben ir de la mano con legislación moderna y especializada.

He logrado demostrar con este trabajo que el **Certificado de Garantía Inmobiliaria** como instrumento representativo de una garantía respaldada por un bien inmueble, debidamente cedido en custodia mediante un contrato de fideicomiso, es posible en nuestro medio financiero, ya que legalmente es permitido y requerido por un mercado cada vez más exigente en varios frentes, y que para lograr la liquidez que se busca, pueda ser negociado en las sesiones de bolsa mediante el instrumento de recompra tan conocido y utilizado hoy en día en nuestro mercado bursátil.

Vivimos en una era que demanda perfección operativa de los instrumentos bursátiles, que mediante los cuales se busca el máximo aprovechamiento para lograr los mecanismos de financiamiento por un lado y de inversión por el otro. Es de esta forma, que el poseedor de un bien inmueble, o bien un estructurador en un proceso de titularización, busca la liquidez de sus activos en la forma más ágil y con el menor costo posible.

Por el otro lado, el inversionista cuyo ahorro pretende colocarlo en instrumentos que generen no solamente buena rentabilidad, si no adicionalmente en un ambiente seguro con respaldo confiable de su inversión, podrá apreciar en este tipo de instrumento un componente básico para sus

carteras de inversión, ya que interviene a través de un mercado de capital debidamente regulado como lo es la Bolsa Nacional de Valores, al adquirir un producto que reúne las cualidades que todo inversionista busca, rentabilidad, seguridad, transparencia y liquidez.

Considero que el reto porvenir, no está solamente en el área financiera, ya que la práctica nos demuestra que el mercado, por cambiante que es, exige de la actualización constante de los participantes e instrumentos del sistema. El reto más fuerte es el legal, porque aunque no dude de la importancia en cuanto a la existencia de un producto bursátil con dichas características, es necesario, o mejor dicho, urgente, modificar nuestra plataforma legal para que podamos ofrecer a través de la Bolsa Nacional de Valores, buscando un mayor volumen y liquidez, un instrumento tan importante como lo serían las **Recompras con Certificados de Garantía Inmobiliaria.**

BIBLIOGRAFIA

ALBALADEJO (Manuel). **Derecho Civil III Derecho de Bienes**. Barcelona, España. Librería Bosh, Ronda Universidad, Volumen segundo, 1977.

ARGUEDAS (Pablo) y CALDERON (Christiana), **“La Aplicación de la Figura del Fideicomiso dentro de los Procesos Concursales”**_Trabajo Final de Graduación para Optar por el Título de Licenciado en Derecho, Facultad de Derecho, UCR, 2001

AMALLO (Daniela) y FUNES (Saturnino). **Fideicomiso**, Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1° Edición 1996

ARIAS CORDOBA (Fabio), **Recompra ¿Reporto o prestamo?** Revista Ivstitia, N° 151 y 152 mês Julio y agosto, 1999.

BAUDRIT CARRILLO (Diego), **Derecho Civil, Tomo IV, volumen I, Teoría General del Contrato**, Editorial Juricentro, San José, Costa Rica. 1990

BAUDRIT CARRILLO (Diego), **El principio General de la Libertad de Contratar**,_Revista de Derecho Constitucional, N° 2 San José, 1991.

BAUDRIT CARRILLO (Diego), **Los Contratos Traslativos de Derecho Privado: Principios Jurisprudenciales**. Editorial Juricentro, San José Costa Rica, 1984.

BRENES CORDOBA(Alberto), **Tratado de los Contratos**, 4° edición revisada, Editorial Juricentro, San José, Costa Rica, 1992.

CABANELLAS DE TORRES (Guillermo). **Diccionario Jurídico**, Argentina, Editorial Heliasta, Volumen 1, 2001, 815 p

CABANELLAS DE TORRES (Guillermo). **Diccionario Jurídico Elemental**, Colombia. D'Vinni Editorial Ltda., 2003, 422 p

CERTAD MAROTO (Gastón), **Comentarios a la Reforma operada por la Ley Reguladora del Mercado de Valores al Libro III del los Títulos Valores del Código de Comercio**. Revista IVSTITIA. N° 63 mes marzo, volumen año 6, 1992.

CERVANTES AHUMADA (Raúl), "**Títulos y Operaciones de Crédito**", Novena edición, Editorial Herrero, S.A. 9a. Edición

DELGADO SABORIO (Irina), **Contratos de Fideicomiso con Fondo Públicos: Su aplicación, regulación y control en Costa Rica**, San José, Tesis para optar por el Título de Licenciado en Derecho, Facultad de Derecho de la UCR. 1999

DOBLES MORA (Roberto), **El Factor Beta y su Aplicación para Evaluar el Riesgo de Inversiones en Títulos Valores en Mercados Financieros**. RECOPE, San José, Costa Rica, 1986

FERNANDEZ QUESADA (Lourdes), **Aspectos Relevantes de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio**, Revista Ivstitia, N° 47, Noviembre, 1990.

GHERSI (Carlos Alberto), **Contratos civiles y comerciales**, Buenos Aires, Argentina, Editorial Astrea, quinta edición, 2002.

GUILLON (Antonio). **Curso de Derecho Civil**. Madrid, España. Editorial Tecnos, 1968

HERNÁNDEZ AGUILAR, (Álvaro) **Derecho Bursátil: Mercado de Valores**. Editorial Investigaciones Jurídicas, Primera Edición, San José, Costa Rica, 2002

HERNANDEZ VALLE (Rubén), **La Libertad Contractual Como Principio Constitucional**, Revista Académica, San José, 1983.

VILLAGORDOA LOZANO (José MI), **"Doctrina General del Fideicomiso"**. Editorial Porrúa, S. A., 2a. Edición, 1982

LEON GOMEZ (Roberto), **El Mercado de Valores y el Secreto Bursátil**, Revista Ivstitia, N° 34, mes marzo, 1992.

MARTOREL (Ernesto E.) **Tratado de los Contratos Vol.1**, Editorial Desalma, Buenos Aires, Argentina, 1994.

MENDEZ RAMIREZ (Odilón), **La Investigación Científica**, San José, Editorial Investigaciones Jurídicas S.A., tercera edición, 2006.

MEOÑO BRIANSO (Mario), **Operaciones Bursátiles**, editorial UNED, San José, Costa Rica, 2006

MORA ROJAS (Fernando), **Introducción al Derecho Comercial**, San José, Editorial Juritexto, tercera edición, 2003.

MOLINA CHAVES (Karol) y UMAÑA ALVAREZ (Milena). **El Contrato de Recompra**, Tesis para optar por el título de Licenciadas en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1994

MOSSET ITURRASPE (Jorge), **Contratos**, Edición Actualizada, Editores/ Robinzal-Culzoni, Buenos Aires, 1997.

ORTIZ ORTIZ (Eduardo), **Tesis de Derecho Administrativo: Tomo III**. Primera Edición, San José, Costa Rica. Editorial Stardtmann. 2002.

PARIS RODRIGUEZ (Hernando), **Los Contratos Privados en la Jurisprudencia de Casación**, Comisión Nacional para el mejoramiento de la Administración de Justicia, 2003.

PORRAS ZAMORA (Jorge) **El Fideicomiso en Costa Rica: nociones y productos básicos**, 1° edición, Editorial J. porras. Z, San José, Costa Rica, 1998

RODRIGUEZ CORDERO (Juan Carlos), **Contratos Privados Registrables**, San José, Editorial Investigaciones Jurídicas S.A., 2001.

SOLANO CORRALES (Carlos), **Nociones de Derecho Mercantil**,_1° edición, Editorial UNED, San José, Costa Rica, 2000

SOLIS CHACON (Elisa), **La Titularización de Créditos Hipotecarios en Costa Rica**, Tesis para optar por el título de Licenciada en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1997,

TORREALBA (Octavio) , **Las Leyes Latinoamericanas sobre Títulos Valores y la Doctrina Italiana**, 1° edición, Juricentro, San José, Costa Rica, 1987

VARGAS PACHECO (José María), **Doctrina General del Contrato**, Editorial Juricentro, San José, Costa Rica, 1984

VILLAGORDOA LOZANO (Jose Manuel), Doctrina General del Fideicomiso, 2ª edición, Editorial Porrúa, México. 1982.

VIDAL RAMIREZ (Fernando), **La Bolsa de Valores**. Un Ensayo de Derecho Bursátil, Lima, Cultural Cuzco S.A. Editores, primera edición, 1988

VILLAGORDOA LOZANO (Jose Manuel), Doctrina General del Fideicomiso, 2ª edición, Editorial Porrúa, México. 1982.

Leyes:

Código Civil. Ley N.7020 de 6 de enero de 1986, San José, Editorial Investigaciones Jurídicas S.A., diecisieteava edición, 2006.

Código de Comercio. Ley N.3284 de 30 de abril de 1964, San José, Edic Editores S.A., treceava edición, 2007.

Ley Reguladora de empresas financieras no bancarias. Ley N.5044 de 13 de septiembre de 1972, San José, Internet.

Ley Reguladora del Mercado de Valores. Ley N.7732, San José, Editorial Investigaciones Jurídicas S.A., novena edición, 2005.

Reglamento Administrativo de la Central de Valores de la Bolsa Nacional de Valores. Acuerdo de la Junta Directiva de la Bolsa Nacional de Valores adoptado en sesión #37/93, artículo 2 celebrada el 20 de septiembre de 1993, San José, Internet.

Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores. Acuerdo de la Junta Directiva de la Bolsa Nacional de Valores adoptado en sesión #19/99, artículo 4.5 celebrada el 17 de agosto de 1999, San José, Internet.

Entrevistas

Entrevista con el MBA Felipe Carballo Vega, corredor de bolsa, 4 de junio del 2009.

Entrevista con el MBA Mario Laclé Alvarado, corredor de bolsa, 15 de mayo del 2009.

Entrevista con el MBA Marisol Portela López, corredora de bolsa, 4 de junio del 2009.

Entrevista con el Señor Roberto Segura Calderón, representante legal de Optima Investment S.A., Puesto de Bolsa, 28 de mayo del 2009

Consulta realizada a Verónica Riboldi López, Abogada, Dirección de Asesoría Legal, Bolsa Nacional de Valores S.A.

Páginas de Internet

<https://www.hacienda.go.cr/Msib21/Espanol/Tesoreria+Nacional/EstandarizacionInformacion.htm>

<http://www.bnrcr.fi.cr/BN/info.asp?c=bcaemp&sc=einve&t=eisf>

<http://www.casadelosriscos.com/articulos/fideicomiso.pdf>

<http://www.hacienda.go.cr/centro/datos/Articulo/EI%20Fideicomiso.doc>