

7 de noviembre de 2018
PJD-9-2018

Señor
Álvaro Ramos Chaves
Superintendente de Pensiones

Estimado señor:

Por medio del oficio 0043-0806-2018 de 9 de agosto de 2018, el Fondo de pensión complementaria de Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), señala que solicitó a la División Corporativa Jurídica de esa Institución un criterio legal sobre la interpretación que realiza esta Superintendencia en el oficio SP-555-2018, por medio del cual se le requirió a ese Fondo: 1. Invertir sus recursos de conformidad con la normativa aplicable y, 2. Gestionar ante el Instituto Costarricense de Electricidad el canje de los documentos denominados “Bono Privado no negociable”, por títulos valores que cumplan con lo establecido en el artículo 15 de la Ley N°8660.

El análisis de la posición de la División Corporativa Jurídica del ICE se asignó a esta División de Asesoría Jurídica por medio del Sistema de Trámites, vínculo https://si.supen.fi.cr/Tramites/Tram_Detalle_Evento.aspx?evento=2018049710, razón por la cual se emite el siguiente criterio jurídico:

I. Antecedentes

Mediante oficio SP-555-2018, la Superintendencia de Pensiones le señaló al Fondo de Pensión Complementaria del ICE lo siguiente:

Si se analiza el “Bono privado no negociable” a la luz de estas características, es fácil concluir que este no puede considerarse un título valor del ICE, principalmente porque al ser un instrumento no negociable, carece de uno de los atributos fundamentales para que pueda ser concebido como un título valor, a la luz de la legislación aplicable, a saber: el atributo de “transmisibilidad”.

En este punto es importante aclarar, además, que el artículo 31 de la ley de marras faculta al Fondo del ICE a adquirir títulos valores del ICE, y para este fin dispone de dos medios de adquisición alternativos: i) en forma directa (lo que comúnmente se conoce como “en ventanilla”), o ii) por medio de puestos de bolsa. La expresión “en forma directa” que se utiliza en esta norma no refiere a una modalidad de inversión sino a un medio o mecanismo de adquisición de los títulos valores.

A la falta de transmisibilidad, debe agregarse, también, que el documento i) no indica la garantía que los respalda, tal y como lo establece el artículo 15, ii) no permite su libre negociación, iii) no puede ser adquiridos por todos los entes públicos o privados, nacionales

PJD-9-2018

Página 2

o extranjeros, incluyendo las operadoras de pensiones, y iv) no es susceptible de oferta pública.

En vista de lo anterior, considera este órgano que el “Bono privado no negociable” no está cubierto por la autorización prevista en el artículo 31 de la Ley N°8660, dado que no constituye un título valor, a pesar de que representa una deuda que asume el ICE para con el Fondo de Pensiones Complementarias del ICE.

Con fundamento en las anteriores consideraciones, se solicita al Fondo de Pensiones Complementarias del ICE, lo siguiente y comunicar en un plazo de diez días hábiles a partir del recibo de esta comunicación, las acciones que se implementen...

Mediante oficio 0043-0806-2018, el Fondo de Pensión Complementaria del ICE aporta un criterio legal en el que se analiza la posición externada por esta Superintendencia en el SP-555-2018. En ese criterio se afirma lo siguiente:

Es así como, de acuerdo a nuestro criterio, los artículos 15 y 31 de la Ley N° 8660 no son complementarios, uno es genérico y el otro especial, y aplican para supuestos de hecho diferentes, el primero, en lo que nos interesa aplica para el resto de operadoras de pensiones, mientras que el artículo 31, aplica especialmente para el Fondo de Pensiones Complementarias de la Institución.

En los artículos 15 y 31, el legislador utilizó redacciones diferentes justamente por tratarse de supuestos de hecho diferenciados, en el caso de las otras operadoras de pensiones, los títulos valores del ICE deben ser adquiridos directamente en ventanilla o por medio de puestos de bolsa.

*Es importante señalar que el artículo 15 es una disposición genérica, que autoriza al ICE y sus empresas a emitir títulos valores en general; sin que limite la norma de forma expresa, a que dichos títulos sean únicamente los regulados por la Ley General del Mercado de Valores.
[...]*

*Cabe destacar que, en la legislación costarricense existe una cantidad indeterminada de títulos valores, unos regidos por la ley del mercado de valores y otros de gran diversidad, regidos por la legislación correspondiente, como puede ser el Código de Comercio.
[...]*

En razón de lo anterior, esta dirección debe señalar que no comparte la interpretación realizada por la Superintendencia de Pensiones, mediante oficio número SP-555-2018 del 7 de junio de 2018, en el sentido de que la emisión de títulos de valores por parte del ICE, debe sujetarse a lo dispuesto por el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, esto por cuanto el artículo 15 de la Ley N° 8660, no establece de forma expresa, que dichas emisiones se limiten únicamente a las que regula y autoriza la Ley del Mercado de Valores.

II. Normativa aplicable

La Ley de fortalecimiento y modernización de las entidades públicas del sector telecomunicaciones (en adelante Ley N°.8660), que en lo que aquí interesa dispone:

PJD-9-2018

Página 3

Artículo 15.- Instrumentos financieros

El ICE y sus empresas podrán emitir todo tipo de títulos valores, en moneda nacional o extranjera, al interés, la tasa de amortización y el monto, que su Consejo Directivo determine de conformidad con la legislación aplicable. Dichos títulos tendrán la garantía que el ICE y sus empresas les señalen en el acuerdo de emisión; para ello, podrán titularizar sus ingresos actuales y futuros o sus bienes, mediante contratos financieros, tales como arrendamientos o fideicomisos, o podrán gravar sus bienes e ingresos.

Los títulos que emitan el ICE y sus empresas serán negociables libremente y podrán ser adquiridos por todos los entes públicos o privados, nacionales o extranjeros, incluyendo las operadoras de pensiones.

El ICE y sus empresas podrán emitir, vender y adquirir valores en el mercado financiero primario o secundario, directamente en ventanilla, o por medio de los puestos de bolsa de valores que se estime necesarios. Los valores podrán emitirse en serie o en forma individual y podrán ser objeto de oferta pública. Los bienes patrimoniales del ICE y sus empresas podrán garantizar dichas emisiones.

Artículo 31.- Fondo de Pensiones Complementarias

Ratificase la existencia del Fondo de Pensiones Complementarias, creado de conformidad con los artículos 2 y 75 de la Ley de protección al trabajador, N.º 7983, de 16 de febrero de 2000.

El Fondo de Pensiones Complementarias del ICE podrá hacerles préstamos a sus empleados; además, podrá adquirir títulos valores del ICE, en forma directa o por medio de puestos de bolsa, hasta por la cantidad máxima autorizada previamente por el Consejo Directivo del ICE.

III. Análisis de fondo

El punto medular de la consulta es establecer si el Fondo de Pensión Complementaria del ICE puede comprar títulos del ICE que no tengan las características de negociabilidad y transmisibilidad que caracterizan a los títulos valores.

El criterio jurídico aportado confunde la argumentación de la SUPEN, al referirse al mercado en el cual se pueden negociar los títulos valores y enfatizar que el Fondo puede adquirirlos directamente “en ventanilla”. La posición de la Superintendencia, contenida en el oficio SP-555-2018, no cuestiona que el Fondo pueda comprar títulos valores del ICE y que los pueda adquirir directamente en ventanilla, el artículo 15 es contundente al señalar que puede hacerlo.

Lo que la Superintendencia sostiene es que el Fondo no puede salirse de ese marco normativo y adquirir títulos u obligaciones que no son títulos valores porque no se ajustan a las características que el legislador ha otorgado a esos instrumentos, principalmente porque no se pueden transmitir aplicando la regla de circulación de los títulos valores (donde el medio

PJD-9-2018

Página 4

más común es el endoso). Claro está que, al no cumplir con las disposiciones legales vigentes sobre los títulos valores tampoco se podrían negociar en un mercado de valores organizado como el mercado secundario.

Una lectura cuidadosa del numeral 15 citado permite concluir que este **no autoriza al ICE a la emisión de simples obligaciones, por el contrario, lo autoriza a la emisión de títulos valores**, lo cual implica que los instrumentos que emita deben ajustarse a las disposiciones contenidas en el Código de Comercio sobre el particular.

Sobre esta materia la doctrina y la jurisprudencia han sido consistentes al señalar cuáles son las características o principios esenciales que debe tener todo título valor. En sentido, la Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, en la sentencia N°. 22, de las catorce horas diez minutos del cuatro de marzo de mil novecientos noventa y ocho señaló:

*Como es harto conocido en doctrina y jurisprudencia, los títulos valores son documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo en ellos incorporado. Pueden ser de **contenido crediticio**, corporativos o de participación, y de tradición, o representativos de mercancías. **Participan de una serie de características o principios esenciales**, a saber: La incorporación, mediante la cual se incluye un derecho en el documento, de tal manera que éste se convierte en un elemento accesorio del título, teniendo que llevar una vida paralela al documento, pero independiente de la causa que le dio origen. En este sentido se dice que el derecho, que es una cosa incorporal, se materializa cuando se consigna en el título, formándose tal vinculación que se confunde el derecho con el mismo título. La forma de probar el derecho es con el título original, por lo que si se destruye, se pierde o extravía, el derecho desaparece. La literalidad. Esta característica delimita el contenido, la extensión y la modalidad del derecho que se incorpora en el título-valor. Sea, de la expresión literal se deriva el alcance del derecho y de la obligación consignados, de manera tal que las partes (originarias o sobrevenientes) saben a qué atenerse; conocen perfectamente el derecho o la obligación a que se someten, pues este principio les da certeza y seguridad en sus transacciones. La autonomía. Según este principio, la posición jurídica de las partes y los derechos que se transfieren en la serie de relaciones cambiarias, **generadas por el proceso de circulación de un título-valor**, son independientes entre sí. Es decir, el derecho adquirido, por el proceso de circulación del título, es originario y no derivado. **La legitimación, se refiere a la facultad del titular del derecho incorporado en el documento para transferirlo, ya sea, a título oneroso o gratuito, o bien, para darlo en garantía de otra obligación. La circulación, es la característica por excelencia de los títulos valores. Responde a la función asignada a estos documentos por la dinámica comercial: la negociabilidad de ellos, con la seguridad debida para quien los adquiere. Esta es la razón por la cual, suele denominárselos títulos circulatorios. La legalidad o tipicidad cambiaria.***

PJD-9-2018

Página 5

Para que un documento produzca efectos como título-valor es indispensable contenga éste las formalidades indicadas por la misma ley y cumpla con los requisitos por ella exigidos, excepto que los presuma. La indivisibilidad. Se refiere a que el derecho consignado en el título-valor solamente puede ser ejercido por su titular. [Lo resaltado no es del original].

De igual manera, mediante resolución N°.000166-F-2005 de las ocho horas treinta minutos del dieciocho de marzo del año dos mil cinco el mismo órgano jurisdiccional indicó que:

*Una de las características comunes de los títulos valores, es que, independientemente de la función que tengan, bien sea garantizar créditos, servir como medio de pago, o representar bienes o participaciones, entre otros, **tienen la vocación de circular de una manera expedita y celeré**, mediante el endoso. El Código de Comercio reconoce tres tipos de títulos; el nominativo, al portador y a la orden.*

En lo que aquí interesa, es evidente (por así decirlo expresamente el título) que el *Bono privado no negociable Título N°.0002* no puede ser transmitido, es decir, no puede circular, esto implica que no pueda ser considerado un título valor, sino una obligación pura y simple.

En relación con la potestad del ICE de emitir títulos valores, el artículo 15 de la Ley N°8660 establece los requisitos que estos deben cumplir, los cuales se pueden ver en el siguiente esquema:

Características de los títulos valores	Contenido	Forma de negociación
<ul style="list-style-type: none"> • Todo tipo de títulos valores, en moneda nacional o extranjera. • Podrán emitirse en serie o en forma individual y podrán ser objeto de oferta pública. • Con la garantía que el ICE y sus empresas les señalen en el acuerdo de emisión. 	<ul style="list-style-type: none"> • Podrán titularizar sus ingresos actuales y futuros o sus bienes, mediante contratos financieros, tales como arrendamientos o fideicomisos, o podrán gravar sus bienes e ingresos. • Los bienes patrimoniales del ICE y sus empresas podrán garantizar dichas emisiones. 	<ul style="list-style-type: none"> • Serán negociables libremente, en el mercado financiero primario o secundario, directamente en ventanilla, o por medio de los puestos de bolsa de valores que se estime necesarios.

La Ley N°8660 autoriza al ICE a emitir títulos valores (artículo 15) y a que el Fondo de empleados del ICE se los compre de forma directa (artículo 31)¹.

¹ Situación completamente excepcional que se aparta de los principios sobre las inversiones que rigen para el los fondos de pensiones en cuanto al manejo de conflicto de intereses (artículo 63 de la Ley de Protección al Trabajador).

PJD-9-2018

Página 6

No obstante, la autorización otorgada por el legislador es para adquirir títulos valores, no simples obligaciones mercantiles, como ocurrió en este caso, en que se adquirió un instrumento denominado “*Bono privado no negociable Título N°.0002*”, que literalmente se describe como un título individual, en colones, **emitido a la orden**, y que expresamente indica: “*Este título se emite EN FORMA INDIVIDUAL y a la orden y no es transferible por endoso ni entrega*”.

Si se tratara realmente de un título valor **a la orden sería transmisible por endoso**, tal como lo establece el artículo 694 del Código de Comercio, que dice: “*Los títulos a la orden serán transmisibles por endoso*”, sin embargo, el documento expresamente excluye esta forma de transmisión.

Al no ser transmisible tampoco es negociable (como lo indica su nombre) en un mercado organizado en los términos de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV), la cual tiene como 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 que en estos se negocien**; estos últimos entendidos como **los títulos valores y cualquier otro derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no a un documento**.

Al respecto, el oficio SP-555-2018, es coherente con lo indicado en el dictamen de la Procuraduría General de la República C-135-2008, que señala:

Un valor no es negociable si no puede ser transmitido en un mercado organizado, sea este primario (asignación originaria de valores negociables normalmente a través de la emisión) o secundario (mercado de negociación de valores emitidos y artículo 22 de la Ley 7732); en general si no es susceptible de tráfico generalizado e impersonal.

El valor no negociable no es valor en los términos de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, porque el objeto de esta no es regular todo valor, sino regular los mercados de valores, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores que pueden ser negociados en ellos.

La negociabilidad del valor no significa intransmisibilidad, sino imposibilidad de negociación en un mercado de valores organizado.

En su criterio, la División Corporativa Jurídica del ICE plantea que “...el artículo 15 es una disposición genérica, que autoriza al ICE y sus empresas a emitir títulos valores en general; sin que limite la norma de forma expresa, a que dichos títulos sean únicamente los regulados por la Ley General del Mercado de Valores. Y agrega que “... en la legislación costarricense existe una cantidad indeterminada de títulos valores, unos regidos por la ley del mercado de valores y otros de gran diversidad, regidos por la legislación correspondiente, como puede ser el Código de Comercio”.

PJD-9-2018

Página 7

Al respecto, es importante aclarar que la diferencia fundamental entre la regulación de los valores que establece el Código de Comercio y la que establece la Ley Reguladora del Mercado de Valores **no tiene que ver con su forma de negociación**, sino con la desmaterialización de los valores, ya que el Código no contempla los títulos valores no físicos o desmaterializados. Al respecto la Procuraduría también ha señalado:

... no todo valor es título valor y, por ende, que valor no se identifica con documento. De la concepción del valor como título se pasa a una desmaterialización del valor. El valor es un derecho económico o patrimonial que puede estar incorporado en un documento o bien, ser de carácter electrónico. De allí que no es de extrañar que la Ley utilice la expresión títulos o valores, artículo 22.

Se considerará un título valor cuando el derecho de significación económica está incorporado en un documento. Las notas características del título valor son: de una parte, la presencia de un título porque los derechos se incorporan en un documento material, que puede ser una letra de cambio, acción, bonos, etc. Ese documento determina el régimen jurídico aplicable tanto al documento como al derecho incorporado. De otra parte, un “valor” entendido como el conjunto de derechos incorporados al documento, con significación económica. En el título valor el ejercicio del derecho requiere la posesión, así como la exhibición del documento. Ergo, el título valor es un documento indispensable para ejercitar el derecho literal que en él se consigna. Del título valor se predica la transmisibilidad y la necesidad de entrega del documento para que se materialice la transmisión y el adquirente obtenga los derechos derivados del documento. Las características antes mencionadas están presentes en la normativa sobre títulos valores del Código de Comercio. Así, artículos 670 y 672, entre otros. Código que no regula la desmaterialización de los valores. (Dictamen C-293-2015).

De acuerdo con lo expuesto, el “*Bono privado no negociable Título N°.0002*” no calificaría como valor ni como título valor, en virtud de que carece de negociabilidad y, por tanto, no es susceptible de circular, con lo cual carece de una de las características por excelencia que deben tener estos instrumentos.

Las características de este *bono* tampoco se ajustan a los principios que rigen para las inversiones de los supervisados por esta Superintendencia, en particular al principio previsto en el artículo 60, inciso b), de la Ley de Protección al Trabajador, según el cual los recursos de los fondos de pensiones: “*Deberán ser invertidos para el provecho de los afiliados, procurando el equilibrio necesario entre **seguridad, rentabilidad y liquidez**, de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley y las normas reglamentarias que la Superintendencia dicte sobre el particular*”. [Lo subrayado no es del original].

Este principio no puede cumplirse cuando se adquieren obligaciones que no son títulos valores y que no pueden ser transmisibles en el momento en que las necesidades de un fondo de pensiones obligan a buscar opciones de inversión seguras, rentables o líquidas.

PJD-9-2018

Página 8

El bono adquirido por el Fondo de Pensión Complementaria del ICE se encuentra sujeto a su vencimiento en el año 2026 y, por lo tanto, no puede ser negociado en procura de seguridad, rentabilidad y liquidez.

IV. Conclusión

El documento denominado “*Bono privado no negociable Título N°.0002*” no constituye un título valor y, en consecuencia, no se ajusta a lo establecido en los numerales 15 y 31 de la Ley N°8660. En vista de lo anterior, esta asesoría considera que los requerimientos formulados al Fondo de Pensión Complementaria de Instituto Costarricense de Electricidad en el oficio SP-555-2018 se encuentran ajustados a derecho.

Atentamente,



Elaborado por: Jenory Díaz Molina
Abogada Principal



Aprobado por: Nelly Vargas Hernández
Directora Jurídica

División de Asesoría Jurídica