

**TRABAJOS
DE
ESTUDIANTES**

Las Anotaciones en Cuenta Nueva Forma de Representación de los Títulos Valores *

Giovana Esther Yaro Peceros

Estudiante del 4º año de la Facultad de Derecho y CC.PP.
de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos

SUMARIO: 1.-Nota introductoria. 2.-Las anotaciones en cuenta en el mercado de valores. 3.-La emisión en masa de los valores mobiliarios y su desmaterialización. 4.-¿Insuficiencia del nomen iuris Título valor?. 5.-Caracterización jurídica de las anotaciones en cuenta. 6.-Principios clásicos dentro de la nueva concepción de títulos valores. 7.-Nota conclusiva.

1. Nota Introductoria

Durante las últimas décadas del siglo pasado los avances científicos y tecnológicos no cesaron en ningún momento en realizarse, viviéndose una verdadera "Revolución Científica y Tecnológica"¹, la cual ha generado como lógica consecuencia nuevas situaciones a las que el Derecho ha tenido que hacerles frente para dar una solución. De la misma manera, los cambios suscitados por esta nueva tecnología han revolucionado las bases de la doctrina tradicional, en un afán de mantener, adecuar o extinguir las antiguas instituciones jurídicas que conforman nuestro Derecho para dar paso a otras nuevas.

* El presente artículo fue presentado y sustentado por la autora ante el Jurado del Concurso Estudiantil de la VIII Convención Nacional Académica de Derecho, obteniendo el 1º puesto. Evento organizado por el Comité para el Estudio y Difusión del Derecho en América Latina (CEDDAL), El Centro de Estudios Justicia y Sociedad (CEJUS) y La Facultad de Derecho y CC.PP. de la Universidad Nacional "San Luis Gonzaga" de Ica, Junio 2000. Artículo dedicado a la Facultad de Derecho de Universidad Nacional Mayor de San Marcos, sus docentes y especialmente al Dr. Ulises Montoya Alberti por orientarme por las sendas del Derecho Comercial.

¹ Cfr. ROEL PINEDA, *La Tercera Revolución Industrial y la Era del Conocimiento*, CONCYTEC, Lima, 1997., pág. 19.

Este bombardeo tecnológico, ha acelerado el proceso de obsolescencia de nuestra legislación vigente, por lo que en los últimos años se ha incrementado la presencia de leyes especiales, que de una u otra manera, han dado una respuesta a estos nuevos planteamientos de la realidad, abandonándose con ello el viejo paradigma de la codificación².

Entre esas leyes, especial mención tiene por su importante función económica la recientemente derogada Ley de Títulos Valores, Ley N° 16587, promulgada el 15 de junio de 1967, ley que "escapaba" del Libro Segundo del Código de Comercio de 1902, sobre los contratos especiales de comercio³. Sin duda esta ley fue un claro ejemplo de este proceso de descodificación que se sigue viviendo en el Derecho Comercial por la dinamización del comercio en sus diversas modalidades, actividades que han ido generando los negocios más variados como son los de transporte, banca, depósito, prenda, etc., que han ensanchado el ámbito mercantil y han dado origen a diversas figuras⁴.

Es justamente por esta razón que tras 33 años de vigencia se creó una Comisión para que redacte lo que ahora es la novísima Ley de Títulos Valores, Ley N° 27287, publicada el 19 de junio del 2000, ley que al incorporar nuevas instituciones ha ampliado el universo legislado por su predecesora.

Una de estas instituciones son las anotaciones en cuenta. Su origen, su efecto en la nueva ley, su caracterización jurídica y los principios clásicos que en ella se erigen son los puntos que en las siguientes líneas pasaremos a analizar.

2. Las Anotaciones en Cuenta en el Mercado de Valores

La ligazón de la anotación en cuenta con la circulación de los valores mobiliarios y, en concreto, con su negociación en mercados secundarios organizados, resulta evidente en un encuadramiento sistemático del ordenamiento jurídico positivo⁵. Así para poder hablar de las anotaciones en cuenta, es necesario

² Cfr. RAMOS NUÑEZ, *Codificación, Tecnología y Postmodernidad*, Fondo Editorial de la PUCP, Lima, 2000, pág. 42. "Los cambios tecnológicos y las transformaciones industriales a los que asiste la sociedad occidental aparentemente constituían el marco histórico del fin de l'eta delle codificazioni y el inicio de un nuevo género de producción jurídica"; id., *El Código Napoleónico y su recepción en América Latina*, Fondo Editorial de la PUCP, Lima, 1997.

³ Regulado ya, en el Código de Comercio de 1853, que sería tomado del Código de Comercio Español de 1829.

⁴ Cfr. MONTAYA MANFREDI, *Derecho Comercial*, Grijley, Lima, 1998, t. I., pág. 5.

⁵ Cfr. ESPINA, *Las Anotaciones en Cuenta*, Civitas, Madrid, 1995., pág. 53.

hablar de los valores mobiliarios, términos correlativos, que se integran al interior de una categoría más amplia como lo son los títulos valores⁶, siendo la relación entre una y otra la de especie a género.

De esta manera, podemos comprender que la naturaleza de los valores mobiliarios esta íntimamente ligada al Mercado de Valores, la que en un concepto lato, podemos entenderla como el lugar donde oferentes y demandantes entran en trato, generalmente a través de un intermediario a fin de comprar o vender, determinados bienes de características especiales como son los valores mobiliarios⁷.

En el Mercado de Valores Peruano contamos con diversos organismos, uno de ellos es CAVALI ICLV⁸, que por el momento, es la única institución de compensación y liquidación de valores del país, cumpliendo un rol estratégico como parte del engranaje que opera en el Mercado de Valores. Su función consiste en participar en los procesos de compra y/o venta de valores (acciones, bonos, letras hipotecarias, etc.) realizados en las Bolsas, para garantizar que estos procesos se concluyan satisfactoriamente, desde su registro hasta la cancelación y/o pago. De esta forma, la inscripción de los valores en el registro contable de una Institución de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV) produce los mismos efectos que la impresión y entrega de los títulos físicos a sus titulares⁹.

⁶ La expresión Títulos Valores fue empleada por primera vez por el jurista español Ribó para sustituir la de Títulos de Crédito por ser de contenido más amplio. Teniendo su primera referencia legislativa en el Código de las Obligaciones Suizo de 1937, que en su parte final (parte quinta) se ocupó de los títulos valores, con una concepción amplia de los mismos y una regulación relativamente completa, pues no se limitó a dictar unas disposiciones generales sobre los títulos valores –en realidad bastante escasas–, sino que recogió en el mismo título la disciplina de la letra de cambio, pagaré cambiario, cheque, de los títulos representativos de mercancías y de las obligaciones (el régimen de las acciones se encuentra inmerso en el de la sociedad anónima). La concepción amplia del título valor –que sirve de base para la normativa unitaria– es precisamente la de Brunner, que partiendo de la metáfora de Savigny de la incorporación del derecho al título, destacó la necesidad de que la transferencia del derecho y su ejercicio debía de hacerse juntamente con el título.

⁷ Cfr. SERRA PUENTE. *El Mercado de Valores en el Perú*, Cultural Cuzco, Lima 1999., pág. 1

⁸ CAVALI ICLV S.A. se constituyó como sociedad anónima independiente el 02 de Mayo de 1997, habiendo sido anteriormente una división de la Bolsa de Valores de Lima. Inició sus operaciones en esa misma fecha al amparo de Decreto Legislativo N° 861 (Ley de Mercado de Valores), siendo de esta forma reglamentada y supervisada por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, CONASEV (Resolución N° 031-99-EF).

⁹ En VALORES. Revista Especializada de la Comisión Supervisora de Empresas y Valores. CONASEV, Año X, N° 31, 1999., pág. 19 y ss.

Así al registrar CAVALI la transferencia de fondos y de los valores por medio de simples anotaciones en cuenta, ya no se tiene que esperar hasta la emisión del título por parte de la empresa, la cual puede tardar varios días, muy por el contrario, CAVALI ofrece al titular, la posibilidad de vender los títulos al día siguiente de realizada la operación de compra, ya que este se encuentra en el sistema. Para ello cuenta con tecnología de punta que permite a los usuarios nacionales y extranjeros estar interconectados en tiempo real contando con información sobre sus tenencias de valores, dentro de extremos sistemas de seguridad y confiabilidad, pudiendo otorgar certificados de tenencia de los mismos.

Es necesario referir, que el origen de las anotaciones en cuenta como registro contable la encontramos en las deudas públicas del Estado, las cuales ya se cotizaban en Bolsas rudimentarias. Así tenemos que en España, el primer antecedente son las inscripciones nominativas transferibles de efectos públicos, las cuales se registraban en el Gran Libro de Deuda Perpetua consolidada según la Real Orden del 31 de Marzo de 1850. Es justamente este sistema, realizado de manera manual, el que le daba la cierta seguridad a su transferencia, aunque no tenía las connotaciones que ahora la acercan a la teoría de los títulos valores. Muy posteriormente se crearía el Sistema de Liquidación y Compensación de Operaciones en Bolsa y el Depósito de Valores Mobiliarios por el Decreto 1128/1974, la cual con el RD 1849/1981, del 20 de Agosto, y la Orden del 16 de Septiembre de 1981 preverían la eliminación del papel por un sistema informatizado de referencias técnicas, lo cual era a solicitud el subscriptor y en el ámbito de los pagarés del Tesoro.

En Alemania, de igual manera, las anotaciones en cuenta se daban con la deuda pública imperial de 1910, que permitía la emisión para el Reich de empréstitos inscritos en el Libro de Deuda del Estado, sin materializarlos en títulos valor. Creándose en 1937 el Depósito Colectivo de Valores (el cual ya se utilizaba en la práctica bancaria desde 1882) constituyéndose como un nuevo mecanismo más dinámico.

En Francia, el 18 de Junio de 1941 se creó la CCDVT (Caisse Centrale de Dépôts et Virements de Titres) implantado para simplificar la gestión bancaria por lo que los títulos allí depositados no volvían a circular, quedando inmovilizados. Este sistema se hizo engorroso, por el excesivo volumen de títulos a perforarse y la pérdida o robo de los títulos en la Central. Por lo que este sistema fue sustituido por SICOVAM (Société Interprofessionnelle pour la Compensation de Valeurs Mobilières) la cual abría diversas cuentas, para asegurar la compensación de los títulos entre los titulares.

3. Emisiones en Masa de Valores Mobiliarios y su Desmaterialización

Nota característica del Mercado de Valores, es la emisión en masa de los títulos, por lo que se convierten en títulos valores especiales, así surgen los valores mobiliarios¹⁰, de los cuales ya nos hemos referido y cuyo concepto parte de su diferenciación con los títulos valores en general, entendiéndolos como los efectos de comercio (Letra de Cambio, Cheque, Pagaré). En cambio, los valores mobiliarios según Joaquín Da Costa, serían títulos esencialmente societarios, creados para cubrir las necesidades de financiación de las sociedades¹¹. Comprendiendo esta categoría a las acciones, los derechos de suscripción preferente, las obligaciones, los certificados de fondos de inversión, los certificados de títulos nominativos extranjeros entre otros. Al respecto Ferri, identifica a los valores mobiliarios con los títulos en masa y les asigna una función económica de ser instrumentos de disociación de la propiedad, diferenciándose de la función de los títulos individuales, cuya función sería la de ser instrumentos de movilización de créditos.

Es justamente la emisión masiva de éstos títulos y la dinamización constante de la economía que se vive en los últimos tiempos la que hace que las obligaciones cartulares den un giro copernicano cuando aparecen en escena las anotaciones en cuenta, que surgen como reacción de las instituciones financieras y bancarias contra la llamada «esclavitud del papel»¹².

Para los valores mobiliarios, la documentación de los títulos resultaría conflictiva principalmente por su constante y voluminosa negociación en los mercados organizados, lo que impuso la falta de la entidad corpórea de las adquisiciones en Bolsa, y es en este sector en el que se desarrollan los distintos medios de desdocumentación que llevan a la anotación en cuenta¹³. Así, si quisiéramos adquirir unos 20,000 bonos de la Unión de Cervecerías Backus y Johnston no tendríamos que esperar la emisión de los títulos de los mismos, ya que la transferencia se haría por medio de las anotaciones en cuenta, la cual facilita enormemente su tráfico.

¹⁰ El Art. 255.1 de la Nueva Ley de Títulos Valores define a los valores mobiliarios como aquellos emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan.

¹¹ DA ACOSTA Joaquín, citado por SERRA PUENTE, Ob. Cit. pág. 115.

¹² Cfr. GARCIA JIMENEZ, *La Transmisión de los Valores Negociables de Emisión Conjunta*. BCNG. Diciembre. 1988., pág. 2134.

¹³ Cfr. ESPINA, ob., cit., pág. 52.

Pero no solo la presencia masiva de algunos títulos en el tráfico y la emisión en masa de otros, constituyeron las únicas razones que pusieron de manifiesto el aspecto práctico de la cuestión. Aquí, además de los riesgos del soporte documental, están los inconvenientes intrínsecos a su materialidad cartular. De los riesgos añadidos por el uso del papel, se ha ocupado siempre la legislación en la reglamentación de los diferentes títulos valores¹⁴.

4. ¿Insuficiencia del Nomen Iuris "Título Valor"?

De lo señalado hasta ahora, podemos colegir que la nueva Ley de Títulos Valores Ley N° 27287, trae consigo cambios sustanciales en cuanto al sistema adoptado, ya que contempla tanto los títulos de crédito tradicionales como los valores mobiliarios, incluidos en su Sección Novena, los cuales ya venían siendo legislados, en la Ley de Mercado de Valores D. Leg. N° 861¹⁵ y en otros dispositivos, orientándose de esta manera a un sistema unitario.

La importancia por la que nos detenemos a comentar este punto radica más que nada en favorecer a una mejor técnica legislativa, ya que como bien lo señalaba el extinto jurista nacional MONTOYA MANFREDI existen divergencias en cuanto a la denominación mas no ocurre lo propio respecto a los objetos que ella comprende¹⁶.

Es por ello, que la adopción de un sistema unitario nos hace reflexionar si es adecuado o no el que se ha haya mantenido la denominación de "Títulos Valores", que como se aprecia en la exposición de motivos bien pudo optarse por "*Valores Negociables*", ya que si bien "Títulos Valores" es una denominación más amplia que "Títulos de Crédito" o "Efectos de Comercio", se muestra aparentemente insuficiente al contemplar a las anotaciones en cuenta.

De un lado, se cuestiona y niega la calidad de título valor a aquellos que carecen del elemento material (Título). Mientras que de otro lado, sin embargo, desde una perspectiva amplia de Títulos, se les comprende en tal categoría, sustituyendo el elemento papel por el soporte informatizado¹⁷. Lo que también

¹⁴ Cfr. ESPINA, ob., cit., pág. 35.

¹⁵ Ley promulgada el 21 de Octubre de 1996, que derogaba la anterior Ley de Mercado de Valores D.L. 755.

¹⁶ Cfr. MONTOYA MANFREDI, *Comentarios a Ley de Títulos Valores*, San Marcos, Lima, 1997., pág. 29.

¹⁷ Cfr. ESPINA, ob., cit., pág. 34.

podemos denominar "documentación electrónica", esto supone un documento elaborado a través de las computadoras o mediante soporte electromagnético que constituya una nueva forma de expresión gráfica¹⁸.

BERCOVITZ, en esta misma línea, señala que se debe mantenerse la categoría de título-valor como genérica e incluir en ella dos clases distintas: Los Títulos Valores cartulares, que se documentan en papel y que responden a la noción tradicional; y, los títulos valores informatizados. Con ello el autor logra en primer lugar salvar la costosa elaboración doctrinal de la teoría de los títulos valores y, en segundo lugar, la existencia de normas y principios (vinculados fundamentalmente a la intermediación necesaria de sujetos profesionales del mercado de capitales) que permiten atender en cierto modo los mismos intereses defendidos por las características tradicionales de los títulos valores¹⁹.

Por otro lado, el término de Valores Negociables en la doctrina y legislación comparada tienen una denominación genérica, y que a su vez pueden constituir valores en <título> (cuando el valor sea materializado o tenga soporte papel) y valor <con representación por anotación en cuenta> (cuando el valor tenga soporte electrónico). Este régimen es el adoptado tanto por la anterior como la vigente Ley de Mercados de Valores, que con acierto distingue los "valores en título", de los "valores con anotación en cuenta".

Sin embargo, si bien este parece ser el término más indicado, el remarcar la nota de la "negociabilidad" nos parece excesivo, ya que en la misma legislación española de donde se toma, la utilizan para contraponerla al concepto de "valores mobiliarios"²⁰. A pesar que la "negociabilidad" también es característica de esta última y que es análoga al de "circulación" en los títulos de crédito.

¹⁸ Cfr. CASTELLARES. *Los Documentos y los Títulos Valores Electrónicos*, publicación del XI Encuentro Latinoamericano de Abogados Expertos en Derecho Bancario, Ecograf, Lima, 1992. pág. 24.

¹⁹ Cfr. TORRES ESCAMEZ, *Emisión por Sociedades Anónimas*, Civitas, Madrid, 1992, pág. 95.

²⁰ SERRA ARNAO precisa que dicha contraposición no es aceptada por parte de la doctrina que considera que ambos términos se identifican en un mismo concepto y que no hay diferencias. Posición en la que se encuentra SÁNCHEZ CALERO, que señala que valores "mobiliarios", es el calificativo que la doctrina aplica a ciertos valores por su movilidad o transferibilidad, que no es otra cosa que la manifestación de su negociabilidad. Considerándose que "valores mobiliarios" y "valores negociables" son términos equivalentes. (ob., cit., pág. 122)

Es en consideración a este punto que no podemos aceptar la denominación de Valores Negociables o la de Títulos Circulatorios (Winizki), como también se reconoce en la doctrina, ya que sólo haríamos referencia a una parte de los valores. Es por ello que una opción más acertada hubiera sido denominarla Ley General de Valores, la cual responde a su sistema adoptado.

Si bien, no se optó por este criterio, el mantener el *nomen iuris* de Títulos Valores, se hace factible desde el enfoque de BERCOVITZ, pero con ello también tenemos que reconocer que no podríamos hablar de "Desmaterialización" del Título valor, sino que se pasa de una materialidad-papel a una materialidad-electrónica, de un título-papel a un título-electrónico. Pero, más que estos considerandos, la razón de que prevalezca la denominación de Títulos Valores se ha debido a la gran difusión del término²¹. Dejándose con ello de mostrar en el *nomen iuris*, el criterio sistematizador que ha tenido esta ley de reunir la legislación dispersa de todos los valores contemplados en nuestro ordenamiento.

5. Caracterización Jurídica Contable de las Anotaciones en Cuenta

Al comentar los antecedentes de las anotaciones en cuenta se señalaba la naturaleza exclusivamente contable de sus orígenes. Es la incidencia de la informática la que ha generado grandes interrogantes en la doctrina al darle a estas anotaciones un nuevo matiz y ensanchar con ello la teoría de los títulos valores. Esto es así, pues el elemento informático aunado a la presencia de una entidad encargada del registro que realiza y conserva los asientos contables de los que depende la vida jurídica de estos derechos, le brindan la seguridad necesaria para dar efectos constitutivos al derecho anotado.

Actualmente se considera a la anotación en cuenta como un registro electrónico en un sistema contable automatizado, cabe preguntarnos, entonces, que naturaleza jurídica se le otorga al derecho en ella representado. Las dificultades para ello, provienen de la pretendida aplicación de un régimen jurídico pensado en la materialidad de los títulos a un sistema en el que éstos -y, por tanto, los "valores" en sentido estricto- han desaparecido privando al derecho de su vehículo cartular. No obstante, las constantes referencias legales a los "títulos", a la "tradición", a la "posesión", a la "reivindicación" parecen presuponer que el sistema, no ha abandonado totalmente el soporte documental de los derechos anotados.

²¹ Cfr. la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Títulos Valores, publicado el 17 de Junio de 1999.

Estos problemas que sobre su naturaleza y la disciplina jurídica del derecho anotado, obvian, de un lado, la aplicación del régimen ordinario de los derechos de crédito (o de participación), quedándose a medio camino entre la concepción e instrumentación registral de los derechos anotados y la aplicación, mediante una nueva ficción jurídica, del régimen propio de los títulos valores²².

Daniel Espina nos señala que la anotación en cuenta no es sino una especial materialización de la representación de los derechos, cuyo propio régimen de circulación y ejercicio queda por ello alterado²³.

Estos derechos de contenido eminentemente patrimonial no son otra cosa que "Valores", lo que en el fondo también es el Título valor, esto es asumiendo un concepto genérico de "Valor", el cual engloba a los Títulos valores como a las Anotaciones en Cuenta²⁴.

En esta orientación tenemos a Salvador Torres, quien considera que las anotaciones en cuenta de las obligaciones son valores, derechos adquiridos por los suscriptores y derivados del contrato de emisión llevado a cabo por la sociedad como medio de financiación masiva, derechos que contemplan dos modalidades distintas de representación que tienen un contenido típico y una regulación perfectamente determinada por la ley²⁵.

Por otro lado, en cuanto a la emisión de los certificados de las anotaciones en cuenta, pudiera pensarse que es un retorno a la "materialidad"²⁶, pero

²² Cfr. a EDUARDO POLO en el prólogo a *Las Anotaciones en Cuenta* de DANIEL ESPINA.

²³ Cfr. ESPINA, ob., cit., pág. 676.

²⁴ DANIEL ESPINA, tomando en consideración un concepto técnico de "Valor", lo entiende como una nueva concepción económica en la legislación del Mercado de Valores, es decir, como un término exclusivo del mercado secundario organizado; es por ello que utiliza la designación de "derecho anotado" -es más indicado ya que se persigue mantener la integración de las titularidades contables en el ámbito legal de las cosas u objetos mercantiles, como elemento patrimonial de la organización del empresario, que sirve de ejercicio de la actividad constitutiva de la empresa, lo que no parece exigir tal tratamiento unitario de los supuestos cartular y contable- (ob., cit., pág. 685).

²⁵ Cfr. TORRES ESCAMEZ, ob., cit., pág. 97.

²⁶ TORRES ESCAMEZ acota al respecto que la inevitable sustitución en gran número de las emisiones del título cartular por un certificado de apunte realizado por la entidad encargada de la llevanza del registro contable, plantea la decisiva cuestión de si el sistema de anotaciones en cuenta no desnaturaliza la consideración como título-valor de las obligaciones en los casos -que hay que pensar que cada vez son más frecuentes- en que se acojan a dicho sistema de representación. (ob., cit., pág. 95).

estos no constituyen en sí el título valor, sino la acreditación de tener un derecho anotado teniendo así una función probatoria, por lo que cualquier transacción con estos se considera como no realizado. Al respecto la Ley de Mercado de Valores en su Art. 216 nos dice “que el certificado a que se refiere el párrafo anterior no confiere más derechos que en los que en él se indica. El acto de disposición es nulo...”. De esta manera, no hay un regreso a la materialidad por medio de este certificado, ya que se reputará propietario al titular en la anotación en cuenta. La Nueva Ley de Títulos Valores, a tenor a lo señalado sólo le otorga mérito ejecutivo a dichos certificados (Art. 255.7).

La emisión de títulos por anotación en cuenta es potestad de la Junta General y si esta no se ha decidido por uno u otro sistema, pueden hacerlo los administradores por tratarse de un cuestión meramente técnica, siempre y cuando estas no se hallen aún en circulación²⁷. La Ley de Mercado de Valores en el Art. 209, nos señala que “... La forma de representación de valores es una decisión voluntaria del emisor y constituye una condición de la emisión susceptible de modificación”. Con ello, se permite pasar de un sistema electrónico a una emisión física de los títulos, con lo cual se trabaja en dos sistemas, que no se excluyen. Siendo potestad de CONASEV, en nuestro caso, colocarlo como requisito para la negociación (LMV, Art. 210).

6. Principios Clásicos dentro de la Nueva Concepción de Títulos Valores

Es necesario interrogarnos si este nuevo medio de representación de los títulos valores como son las anotaciones en cuenta, mantienen o no los principios clásicos que se han erigido en la teoría general de los títulos valores o si ha habido una adaptación en su contenido.

La respuesta a esta pregunta la tenemos en la Ley de Mercado de Valores y en la Nueva Ley de Títulos Valores, en las que claramente se aprecia una equivalencia funcional de los principios clásicos de los títulos valores físicos como son la literalidad, la autonomía, la legitimación y la incorporación, las que se conjugan con otros principios y características como la Buena Fe que son connaturales a su especial naturaleza.

²⁷ Cfr. TORRES ESCAMEZ, ob., cit., pág. 126.

- Principio de Literalidad

Por este principio se entendía que el texto del documento determinaba el alcance de los derechos y obligaciones contenidas en el título valor. Así según Gualtieri- Winizky significaba que el contenido, extensión, modalidades de ejercicio y todo otro posible elemento, principal o accesorio del derecho cartular, eran únicamente los que resultaban de los términos redactados en el título²⁸. Era el texto del título lo fundamental de donde resultaban los derechos del acreedor y, por el otro lado, la posibilidad que tiene el deudor de oponer excepciones. Es necesario señalar que si bien en determinados títulos valores como las acciones, no hacen una mención integral de los derechos que derivan de la condición de socios, esto no quiebra el principio de literalidad, pues se hacen referencias a otros instrumentos, como es la escritura de constitución social y el estatuto, por lo que habría una literalidad atenuada pero no ausente²⁹.

En las anotaciones en cuenta la literalidad documental pasa a ser contable. La naturaleza, ámbito y contenido del derecho anotado se mide por la escritura de la anotación en su asiento respectivo, por ello, la inscripción contable es constitutiva, y es justamente esta naturaleza "registral" la que constituye la característica más saltante de las anotaciones en cuenta³⁰.

La denominación del derecho anotado –y la designación de sus características típicas- pues es el elemento clave en la determinación de su posible abstracción, entendida aquí con independencia jurídica (literalidad completa de su soporte contable) respecto de la relación causal (entre las partes) subyacente en la emisión³¹.

La determinación del derecho (anotado) por el contenido de la escritura se mantiene y en ella se expresa, en su caso, la causa del negocio de emisión y se delimita aquella posible referencia a la relación jurídica fundamental. Por ello la literalidad de la escritura, que identifica las expresiones numéricas de la anotación informática en el registro contable, sí debe actualizarse cuando quede afectada por una modificación causal del derecho anotado, es decir, cuando sus remisiones al negocio subya-

²⁸ Cfr. GUALTIERI-WINIZKY citados por BONFANTI-GARRONE. *De los Títulos de Crédito*. Abeledo-Perrot. Buenos Aires. 1976. pág. 35.

²⁹ Cfr. MONTAYA MANFREDI, ob., cit., pág. 37.

³⁰ Cfr. TORRES ESCAMEZ, ob., cit., pág. 128.

³¹ Cfr. ESPINA. ob., cit., pág. 280.

cente, de existir, ya no se correspondan con la configuración actual del mismo³².

En la apariencia contable, importa el contenido de los asientos en un registro de carácter informático y, con mayor rigor, el contenido de la declaración de la entidad encargada de su llevanza ante los sucesivos adquirientes, en la inscripción de cada transmisión, y ante el emisor encargado al emisor obligado, en la pretensión del ejercicio del derecho por su titular³³. Es por ello, que la LMV, en su artículo 211 señala que se debe presentar el testimonio de la escritura pública en la que constan las condiciones y características de los valores a ser representados por anotaciones en cuenta. De la misma manera, en el artículo 4 de la Nueva Ley de Títulos Valores se refiere al Principio de Literalidad, comprendiendo en ella a las anotaciones en cuenta.

- Principio de Autonomía

Tradicionalmente, la autonomía constituía un carácter fundamental del título de crédito en cuya virtud se reconoce en el tenedor legitimado, según las reglas de la buena fe, un derecho propio, original, no derivado, insensible a las defensas vinculadas a tenedores precedentes³⁴.

Así, se entiende que la relación cambiaria es autónoma o independiente de la relación causal, por lo que al circular el título circulaba el derecho, recibiendo el adquirente un derecho nuevo del que le ha transmitido el último enajenante, de esta manera, puede conceptuarse que el derecho de la persona que sucedió a otro en el título es *ius proprium* y no *ius cessum*.

Una consecuencia importante del principio de autonomía es la llamada adquisición a *non domino*, desarrollada *in extenso* por Yadarola: el *occipiens* (de buena fe) adquiere la propiedad del título aun cuando su *tradens* no sea el propietario del mismo, adquiriendo asimismo el derecho creditorio aun cuando éste se encontrase afectado por condiciones impositivas o circunstancias modificativas o extintivas.

³² Cfr. ESPINA, ob., cit., pág. 281.

³³ Cfr. ESPINA, ob., cit., pág. 684.

³⁴ Cfr. GERMANO LILIA, *El Carácter Autónomo de los Títulos de Crédito* en Lecciones y Ensayos, N° 36. Buenos Aires, 1967, pág. 43; BONFANTI-GARRONE, ob., cit., pág. 38.

Este principio también lo podemos encontrar en las Anotaciones en Cuenta, ya que una vez realizada la transferencia en el asiento respectivo no se le podrá oponer ninguna de las acciones a su nuevo titular. Este principio de autonomía va de la mano con el principio de abstracción, por lo que al efectuarse una transferencia la entendemos realizada en la relación cambiaria, como lo es en cualquier título valor.

- Principio de Legitimación

La legitimación puede definirse como la facultad que acuerda el título a quien lo posee según su ley de circulación, para exigir del suscriptor del documento el pago de la prestación consignada en el mismo (legitimación activa), al propio tiempo que se autoriza al deudor para que pague válidamente su obligación a quien le exhibe el título (legitimación pasiva).

Messineo nos grafica lo señalado en la ecuación de que “La exhibición del título es igual a posibilidad de ejercicio del derecho”. Así la persona del titular del derecho pasa a ser algo secundario y quien presenta el título es la figura relevante.

J. Tena, nos dice que el significado pleno del concepto de legitimación lo da, precisamente, el hecho de poder abstraerse totalmente de la investigación sobre la pertenencia del derecho de crédito que pueda corresponder al que ha sido admitido para ejercitarlo³⁵.

Este principio, nos ayuda a distinguir entre “legitimación” y “titularidad”, pues mientras que el primero implicaba el poder de ejercicio de ese derecho, el segundo nos daba referencia a la pertenencia del derecho, pudiéndose darse el caso en que un titular no este legitimado o un legitimado no sea el titular, presentándose diversos problemas al respecto.

La desaparición documental obvia gran parte de estos problemas relacionados con la legitimación irregular del poseedor ya que la legitimación por la posesión es substituida por la titularidad en la inscripción. No se libera el obligado por cumplir ante el poseedor del documento (certificado de tenencia) sino ante el sujeto inscrito en cuentas. Es decir, que hay una equiparación entre el legitimado y el titular. Esto es posible

³⁵ Cfr. DE TENA, *Derecho Mercantil*, Porrúa, México, 1999., pág. 328.

gracias a la seguridad que nos ofrece el registro y por el control administrativo del sistema³⁶.

- Principio de Incorporación

Por este principio se entendía que el derecho está en el mismo documento, por lo que si no lo tengo no ejerzo ningún derecho. De esta manera, el documento le da valor constitutivo, es decir, el derecho esta contenido en el elemento material, constituyendo ambos una unidad funcional³⁷.

La incorporación cartular ofrecía especialmente la posibilidad de constituir una apariencia de titularidad oponible frente a terceros. Así, el derecho podía circular, con la debida protección del adquiriente, por obra de quien no era su verdadero titular, siempre que apareciese legitimado como tal, según las reglas del Título en cuestión.

Este principio frente a la desmaterialización del título valor nos situaba en una gran indeterminación jurídica, por cuanto, la naturaleza que prediquemos de ese valor desmaterializado va a determinar su régimen legal aplicable³⁸.

Un sector de la doctrina, nos refería, que la desmaterialización implicaba una ruptura entre la función y la estructura del Título valor, lo cual significaba la vuelta al Derecho de las Obligaciones, al faltar el elemento corpóreo, propia de este.

Actualmente, un gran sector de la doctrina, señala que esta desmaterialización no excluye la incorporación, y tal como lo hemos expuesto, hay una incorporación a un documento electrónico. Y como señala Sánchez Calero, pensar en un regreso al Derecho de las Obligaciones no resuelve el problema³⁹.

³⁶ BERCOVITZ citado por ESPINA, ob., cit., pág. 675.

³⁷ Cfr. SERRA PUENTE, ob., cit., pág. 106.

³⁸ Cfr. GALGANO, *Instituciones de la Sociedad Post-Industrial*, en RGD, N° 501, 1993, pág. 822 y ss; PEINADO GRACIA, *El Pagaré de la Empresa*, Civitas, Madrid, 1995., pág. 22.

³⁹ Cfr. SANCHEZ CALERO, *Evolución y Perspectivas del Régimen de los Títulos Valores*, en Jornadas sobre la Reforma de la Legislación Mercantil, Civitas, Madrid, 1979., pág. 226.

Podemos agregar además que a los principios clásicos hasta ahora señalados convergen las características propias de los valores mobiliarios como son emisión en clases y series, y la fungibilidad⁴⁰.

Al respecto podemos decir que la emisión en clases y series tiene su razón de ser en la emisión en masa de los títulos y en la homogeneidad de estos. Teniendo la homogeneidad como primer fin, el de formar parte de una misma operación financiera o responder a una misma unidad de propósito, en segundo lugar tener una igual naturaleza y régimen jurídico, atribuyendo a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones⁴¹.

Esto nos lleva a la fungibilidad que se reputa a los valores correspondientes a una misma emisión que tienen las mismas características, siendo los no fungibles agrupados en series. Estos a su vez deben reunir las mismas características que los diferencian de los de su clase, siendo fungibles entre sí.

La fungibilidad pretende que las cuentas en el registro no estén individualizadas para cada derecho anotado, sino para una cantidad determinada de los fungibles pertenecientes a cada titular inscrito, sin referencia que identifique individualmente los valores⁴². Esto es para guardar un orden en la ingente emisión de los valores.

Para finalizar debemos señalar que todo esto es posible gracias al avance tecnológico que ha permitido anotar estos derechos a través de operaciones aritméticas informatizadas, las cuales han terminado por crear nuevas situaciones a las que el derecho esta tratando de hacerles frente por medio de leyes especiales, siendo menester entonces seguir se cerca estos cambios para evitar que estos terminen sorprendiendo a la doctrina.

⁴⁰ Al respecto el Art. 255.1 de la Nueva Ley de Títulos Valores señala que las emisiones podrán estar agrupadas en clases y series. Los valores pertenecientes a una misma emisión o clase que no sean fungibles entre sí, deben estar agrupados en series. Los valores pertenecientes a una misma serie deben ser fungibles. Los valores sobre los cuales se hayan constituido derechos reales u otra clase cargos o gravámenes deben ser fungibles, no pudiendo ser transados en los mecanismos centralizados de negociación, salvo que se trate de su venta forzosa.

⁴¹ Cfr. ESPINA, ob., cit., pág. 208.

⁴² Cfr. TORRES ESCAMEZ, ob., cit., pág. 381.

7. Nota Conclusiva

- El incesante desarrollo de la tecnología ha posibilitado el surgimiento de nuevas instituciones como las anotaciones en cuenta, las cuales han hecho necesaria la revisión de la doctrina tradicional y el dación de leyes especiales que las contemplen.

Las Anotaciones en cuenta de los Títulos valores constituyen una nueva forma de representación de derechos patrimoniales, siendo un medio de representación electrónico contable, que sustituye el soporte "papel", posibilitando la mayor dinamización del tráfico económico.

- La incidencia de las Anotaciones en Cuenta han originado el cuestionamiento al nomen iuris Título valor, el cual para poder mantenerse ha ampliado su contenido, evitando con ello ser sustituido por el de "Valores Negociables", término que es usado en diversas legislaciones.
- Si bien el término de "Valor Negociable" es más adecuado, es excesivo remarcar la nota de la negociabilidad, con la cual en otras legislaciones se las distingue de los valores mobiliarios, siendo ambos términos equivalentes. De esta manera resulta mucho más atinado la utilización de "Valor" como término genérico, el cual comprendería tanto a los títulos valores tradicionales como a las anotaciones en cuenta.
- Si bien el asimilar las anotaciones en cuenta a la teoría de los Títulos valor constituye una ficción jurídica, esta se justifica por la equivalencia funcional que hay con los principios clásicos que la sustentan.