
DESMATERIALIZACIÓN DE VALORES MOBILIARIOS: A PROPÓSITO DEL PROYECTO DE LA LEY DE TÍTULOS VALORES

Amílcar Adolfo Mendoza Luna

Abogado. Actualmente se encuentra cursando estudios en la Maestría de Derecho Civil de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Lo común a todas estas transacciones es que todo lo que circula en ellas son impulsos electrónicos, radicalmente intangibles. El oro reemplazó en una época a las mercancías; a su vez fue sustituido por el papel (billetes, acciones, letras, bonos, etc.); ahora éste es sustituido por simples pulsos electrónicos. Vamos, pues, hacia el fin del papel moneda, a una gran aceleración de las transacciones, que se acercan al tiempo real, a una significativa pérdida del poder de los bancos y hacia la emergencia de nuevas formas de contabilidad social del trabajo.

NELSON MANRIQUE¹

1. INTRODUCCIÓN

En los albores de la humanidad, las normas de convivencia social se fundamentaban en la costumbre, la cual gozaba de mayor validez en tanto era más antigua. Con el tiempo, y de acuerdo con las necesidades sociales y económicas, el derecho pasa de ser un conjunto de fórmulas rituales a un sis-

1. MANRIQUE, Nelson. *La sociedad virtual y otros ensayos*. Lima: Fondo Editorial PUCP, 1997, p. 44.

tema apoyado en documentos escritos. Es muy conocida la frase: "Lo que no está escrito en el papel no existe para el derecho"².

En nuestra opinión, existe lo que se denomina "dependencia del papel"³. El papel es el soporte documental utilizado con mayor intensidad hasta estos años a pesar de las desventajas que tiene, las cuales son fá-

ciles de encontrar: un papel se puede deteriorar o extraviar y si son muchos se necesita a veces a un experto para clasificarlos y mantenerlos ordenados e incluso su contenido se puede falsificar o adulterar. Para decirlo en una palabra, es un medio "análogico", conforme se use una y otra vez sufrirá un deterioro. Además, no siempre se obtendrá una reproducción perfecta (lo cual ocurre con las fotocopias o las reproducciones de un casete). La información sería aproximada.

La información analógica se puede recopilar, almacenar y reproducir, pero tiende a ser imprecisa y corre el riesgo de hacerse menos precisa cada vez que se transfiere⁴.

Hagamos un esfuerzo de imaginación y representémosnos la cantidad gigantesca de valores mobiliarios que se transfiere en nuestra rueda de Bolsa y en las del extranjero. Existen en circulación 1.502.330.834 acciones de Telefónica B el día que escribimos estas líneas, 23 de abril de 1999. Y no contamos los demás valores listados, ni mencionamos que nuestra Bolsa es considerada mediana en el ámbito latinoamericano.

Administrar grandes cantidades de acciones representadas en títulos físicos sería complicado. Involucraría ineficiencias como los notables costos de custodia y logís-

descontrol jurídico que produce. Parafraseando a René Roblot nos indica que "asistimos en cien años a la grandeza y decadencia de la noción de título físico" y que hay una revolución que amenaza con desaparecer el soporte papel.

- 4 GATES III, William H. Op. cit., pp. 21-29. Es interesante y sencilla la manera como Bill Gates nos explica la diferencia entre el medio digital y análogo a través del ejemplo de las distintas iluminaciones que se pueden obtener graduando focos de luz. Por razones de espacio y por ser un tema técnico preferimos recomendar la lectura de este autor.

- 2 Véase TRAZEGNIES GRANDA, Fernando de. "La desmaterialización del derecho. Del derecho de pernada al internet". *Thémis* 38. pp. 7-14. El autor, a partir del "derecho de pernada" medieval y los ritos formales del derecho romano entre otros, nos comenta cómo los signos exteriores de publicidad de los actos jurídicos empiezan a convertirse en intangibles. En nuestra opinión se refiere a un tema distinto al que ahora nos ocupa. Se refiere a la dicotomía planteada entre los signos del mundo físico (análogo) y el mundo digital. La desmaterialización de valores es sólo un aspecto de un fenómeno mayor que abarca el dinero, los contratos y todo lo que pueda reposar en un documento o ser materia de un acto jurídico.
- 3 Puede encontrarse una reflexión mayor sobre este tema en: MENDOZA LUNA, Amílcar Adolfo. "Desmaterialización de valores mobiliarios: Rol de CAVALLI ICLV S.A. en el mercado de valores peruano". Tesis para optar el título de abogado. Lima: PUCP, 1998. pp. 79-90. También CASTELARES AGUILAR, Rolando. *Los documentos y títulos valores electrónicos. Su normatividad legal en el Perú*. Lima: Mac Editores, 1992, p. 23; SALOMON, Alain. "Desmaterialización de los valores mobiliarios franceses". *Revista del Instituto Argentino del Mercado de Capitales*. Año 2. Nº 6. Enero-abril 1987. Alain Salomón (en la fecha de redacción del artículo era director general de Sicovam) se plantea la pregunta de cómo inmovilizar el papel, o mejor dicho como poder administrarlo o incluso eliminarlo de las transacciones y menciona el objetivo del mercado de valores de llegar a una sociedad sin papel "certificateless society". DOMÍNGUEZ SORS, P. "El nuevo sistema de liquidación y depósito. Comentarios al informe de la comisión". *Boletín Financiero de la Bolsa de Barcelona*. 3a. época. Año XVIII. Nº 70, julio 1979. El autor recuerda la caótica situación enfrentada ante una fuerte contratación bursátil sobre títulos físicos "paper crunch". GATES III, William H. *Camino al futuro*. Nueva York: Penguin Books, 1995. p. 111; ALEGRÍA, Héctor. "La desmaterialización de los títulos valores". *Revista Peruana de Derecho de la Empresa* 35. Lima, octubre 1989, pp. 55-60. De manera clara y precisa se destaca la situación producida por la dependencia del papel y el

tica para transferir dichos certificados a sus nuevos titulares.

A lo largo de este artículo explicaremos brevemente algunas de las ventajas más relevantes de la desmaterialización de valores mobiliarios para efectos de su negociación en rueda de Bolsa. Para ello explicaremos que la desmaterialización es la culminación de un proceso que tiene sus raíces en los sistemas de depósito que usaban el método de anotación en cuenta (lo cual nos remontará a finales del siglo XIX) y en el fenómeno informático frente al desafío de la dependencia del papel. De esta manera podrá apreciarse cómo el soporte informático (técnica digital) es una alternativa al soporte papel (técnica analógica), y que puede superarlo en confiabilidad y exactitud.

2. LAS ANOTACIONES EN CUENTA Y LOS SISTEMAS DE DEPÓSITO COLECTIVO DE VALORES MOBILIARIOS

Según José Murúa⁵ existen tres formas conocidas de depósito de valores mobiliarios:

- El depósito regular (clásico). Donde los valores quedan *individualizados* por su cantidad y especie pero, además, por la denominación cuantitativa de cada lámina o certificado y numeración de los mismos. Por supuesto que el depositario tendrá que devolver exactamente el mismo documento. Lo más probable es que lo custodie en una bó-

veda de alta seguridad, perfectamente individualizado y sin posibilidad de confusión posible con otros.

- El depósito irregular. En el que el depositante pierde la titularidad del documento, pero adquiere un derecho de crédito frente al depositario. Es similar al depósito de dinero (papel moneda). Entregamos al banco billetes que representan una cierta cantidad, pero no podemos esperar que nos devuelvan exactamente los mismos billetes.
- El depósito colectivo. El título se convierte en fungible. No se devuelve el mismo título depositado sino otro de la misma especie y calidad. Sin embargo, los títulos físicos quedan inmovilizados y su transferencia se lleva a cabo mediante asientos contables, por los cuales la entidad depositaria emite certificados⁶.

El sistema de depósito colectivo se usó en la práctica bancaria alemana desde 1882, cuando se fundó el Wiener Giro und Kassen Verein. Luego de la Primera Guerra Mundial se generalizó y se reguló mediante la Ley sobre Depósito y Adquisición de Títulos Valores del 4 de febrero de 1937. Como los títulos quedaban inmovilizados y las transferencias se hacían con la simple anotación en el libro de registro de depósitos del banco no había manipulación material de los títulos. Para prever la transferencia entre banco y banco, se reguló la centralización de los depósitos en "bancos colectores" (un depósito de segundo grado). Los bancos perdían la posesión me-

⁵ MURÚA, José. "El depósito colectivo de valores sobre el funcionamiento de la Caja de Valores en Argentina". *Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores*. Ciudad de México DF, noviembre 1976, p. 99.

⁶ Cabe aclarar, aun cuando este detalle se advertirá más adelante, que esta anotación en cuenta es previa a la desmaterialización, la cual involucra la supresión total de todo certificado (título físico) y no involucra su inmovilización sino su reemplazo por un documento electrónico.

diata de la cartera de depósitos y la pasaban a los bancos colectores⁷.

Como resultado del éxito de este sistema, las transferencias se hicieron con mayor seguridad y rapidez. Durante la Segunda Guerra Mundial, los alemanes invadieron Francia e introdujeron este sistema.

La Caisse Centrale de Depots et de Virements de Tires-CCDVT (Caja Central de Depósitos y Transferencias de Títulos) se creó mediante ley del 18 de junio de 1941 para aceptar en depósito las acciones al portador de las sociedades anónimas francesas por cuenta de "establecimientos afiliados" (bancos, instituciones financieras y agentes de bolsa); de esa manera se facilita la transferencia de acciones mediante transferencias de cuenta a cuenta entre estos afiliados. El trasfondo político de esta medida era que el gobierno de Vichy necesitaba el control de la actividad extranjera durante la ocupación. Teniendo en cuenta que el mercado francés tenía acentuada preferencia por los títulos al portador, había que vigilar las adquisiciones de alemanes, quienes podrían intentar copar las empresas francesas mediante la Bolsa⁸.

Según la ley del 3 de febrero de 1943 se impuso la *obligatoriedad* del sistema de anotaciones en cuenta a las acciones al portador. Luego de la guerra y pasada la

amenaza germánica este sistema recibió duras críticas. Por tal motivo se creó la Société interprofessionnelle pour la compensation de valeurs mobilières-Sicovam (Sociedad interprofesional para la compensación de los valores mobiliarios) el cual es un depósito *facultativo*. En los años ochenta, el porcentaje de acciones al portador que no pasaba por la Sicovam era apenas de 5%, y la emisión de títulos físicos decrecía rápidamente. Actualmente, la desmaterialización en Francia es total y la Sicovam es considerada como la más avanzada entidad desmaterializadora.

En el resto de Europa podemos mencionar:

- Deutscher Kaissenverein A.G. DKV (Alemania).
- El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores de España⁹.
- Schweizerische effekten Giro AG: SEGA (Suiza).
- Euroclear (Bélgica).
- Cedel (Luxemburgo).

En América destacan:

- El Depositary Trust Company (DTC).
- El Instituto para el Depósito de Valores de México (SD Indeval)¹⁰.
- La Caja de Valores de Argentina.
- La Cámara de Liquidación y Custodia de Río de Janeiro, en Brasil.
- La Caja Venezolana de Valores.

⁷ MURÚA, José. Op. cit., pp. 99-102. La razón del auge de este sistema luego de la Primera Guerra Mundial es la hiperinflación que se sufrió y que ocasionó que las sociedades anónimas quedaran representadas por gigantescas masas de títulos físicos de ínfimo valor, lo cual creó una situación confusa y difícil de administrar. Los memoriosos recordarán que se vivió hace una década una situación igualmente siniestra en Perú. No sorprenderá, entonces, que el sistema de anotaciones en cuenta se desarrolle en plena época hiperinflacionaria (1988).

⁸ Ibidem, pp. 101-102; ESPINA, Daniel. *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*. Madrid: Civitas, 1995, pp. 134-136. SALOMÓN, Alain. Op. cit., p. 28.

⁹ Un amplio estudio sobre la desmaterialización y la SCLV se encuentra en ESPINA, Daniel. Op. cit., pp. 142-149; IBÁÑEZ, Ana. "Compensación y liquidación de valores en España". *Valores*. Revista de Conasev. Año VII. Nº 22. Lima. Editorial Amistad, pp. 30-35.

¹⁰ Consultar su página web <http://www.bmv.com.mx/html/indeval.html>.

- El Depósito Centralizado de Valores de Colombia¹¹.
- Cavali ICLV S.A. de Perú¹².

Para sintetizar lo expuesto hasta ahora incluimos el siguiente cuadro:

	Valores individua- lizados	Cust. de títu- los físic.	Fungi- ble	Inmovi- lización de tít. fís.	Supre- sión de tít. fís.	Anota- ción en cuenta
Depósito Regular	X	X				
Depósito Irregular		X	X	X		
Depósito Colectivo		X	X	X		X
Desmate- rialización					X	X

Podemos ver con claridad las diferencias entre una y otra clase de depósito y, además, adelantamos algunas notas distintivas de la desmaterialización en la cual, si bien usa el método de la anotación en cuenta, se prescinde de todo título físico.

Héctor Alegría¹³, con respecto al tratamiento masivo de los títulos en serie, plantea una sucesión de etapas en el tránsito hacia la desmaterialización:

- Se fue admitiendo la emisión de títulos múltiples, que eran representativos de varias unidades, en un solo título físico; se representan varias acciones.
- Cuando se implementaron los sistemas de gestión o depósito centralizado de títulos (que ya conocemos), los títulos múltiples dieron lugar a "certificados globales".

11 Una fuente de información rápida y sencilla sobre el sistema de depósito de Colombia se puede encontrar en GARCÍA GUZMÁN, María Carolina. *Consecuencias jurídicas de la desmaterialización de títulos valores: el caso de los depósitos centralizados de valores en Colombia*. Santa Fe de Bogotá DC: Pontificia Universidad Javeriana, 1991, pp. 68-79.

12 Recomendamos consultar la página web de Cavali ICLV S.A. en <http://bvl.com.pe/cavali>.

13 ALEGRÍA, Héctor. Op. cit., pp. 58-59.

El certificado global era un único título físico representativo de la totalidad de la emisión o al menos de una parte importante de ella.

- Los sistemas de depósito reciben los certificados globales y para las transferencias bastan anotaciones en cuenta. No se requería partir el título en sucesivos documentos escritos para cada titular. El título físico es aún necesario para crear el valor mobiliario, pero ya no lo es para transferirlo.
- Cuando los sistemas de depósito omiten la presentación del título para el ejercicio del derecho y permiten anotar toda medida que afecte la titularidad (como gravámenes, embargos, transferencias) sólo bastaba el último ingrediente: la tecnología informática, para desprenderse del soporte papel y prescindir del título físico desde el origen del derecho de titularidad sobre la acción.

De acuerdo con la FIABV (Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores) en 1994 la situación de los depósitos de valores latinoamericanos era como se indica a continuación:

REGÍMENES DE ANOTACIÓN EN CUENTA PARA VALORES MOBILIARIOS

Pais	Inmovili- zación	Desmateria- lización
México	X	
Venezuela	X	
Colombia	X	
Argentina	X	X
Chile	X	X
Brasil	X	X
España	X	X
Perú		X

Notemos que en estos países coexistía la inmovilización del título físico y la desmaterialización. Es decir que, si bien se ha-

bían suprimido algunos títulos físicos y fueron reemplazados por documentos electrónicos, para algunos valores las transferencias de titularidad, entrega de dividendos, etc., se hacen mediante anotaciones en cuenta, pero custodiando el título físico para efectos de poder hacer correcciones si fuera necesario.

El tránsito a la desmaterialización total es progresivo. Se necesita confianza de los inversionistas en el sistema y un ente profesional a cargo. De esta manera, los inversionistas no tendrán incertidumbre ni se verán tentados a solicitar la reversión del proceso (es decir, pasar de la desmaterialización a tener nuevamente un título físico entre las manos).

Según Mario Segura¹⁴ la desmaterialización es la supresión fisicomaterial de los títulos, subsistiendo los derechos de cada uno de los titulares en la memoria de un ordenador electrónico, comprendiendo por memoria el archivo que de constancia de los derechos correspondientes.

La desmaterialización, en conclusión, es el reemplazo de un objeto físico por signos electrónicos o bits en la memoria de una computadora. La desmaterialización en los mercados financieros generalmente ocurre en fases. Un certificado de acciones puede ser reemplazado por un registro contable que puede ser imprimido en un papel o mantenerse en un soporte electrónico como archivo¹⁵.

14 SEGURA QUIROZ, Mario. "Desmaterialización de los títulos valores". *Revista del Instituto Argentino de Mercado de Capitales*. Año 2. Nº 8. Set-dic. 1987, p. 65. Al momento de escribir su artículo, el licenciado Segura era director general de la Bolsa Mexicana de Valores.

15 MENDOZA LUNA, Amílcar Adolfo. Op. cit., p. 110. No sólo las acciones, sino incluso cualquier instrumento financiero o el dinero se puede desmaterializar (se convierte en dinero digital o e-cash). Ver también: <http://www.amex.com/cgi-bin> "The Dictionary of Financial Risk Management" de Amex.

3. LA INFORMÁTICA Y SU APLICACIÓN EN LAS ANOTACIONES EN CUENTA

Ha quedado establecido que la anotación en cuenta es un método que incluye la desmaterialización y la inmovilización de valores. Falta determinar la conjunción entre las anotaciones en cuenta y la informática (disciplina que estudia el tratamiento racional y automático de la información)¹⁶.

Al inicio de la década del ochenta, Dinamarca y Suiza se adelantaron a Francia en establecer la desmaterialización total, con el fin de facilitar el rápido flujo de capitales. El arma que se usaba era la transferencia electrónica de fondos (TEF) a través de computadoras.

La información comenzó a tener un valor económico que no había tenido hasta entonces y se empezó a hablar de una "tercera ola" del conocimiento que superaría a la etapa industrial (segunda ola) y a la agraria (primera ola) de la humanidad¹⁷.

Como sabemos, los sistemas de depósitos que se limitaban a inmovilizar el título físico, si bien eliminaban el problema de la *traditio* al nuevo titular, tenían el problema de la custodia del valor mobiliario; el registro de transferencias seguía siendo manual y propenso al error humano.

Ante esta situación, la tecnología informática revoluciona la actividad humana planteando un sustituto al certificado físico de acciones, el documento electrónico. La

16 RONDINEI SOSA, Rocío. *Informática jurídica. De la teoría a la práctica*. Lima: Preai SRL. 1995, pp.25-32.

17 TOFFLER, Alvin. *La tercera ola*. Madrid: Plaza & Janés. Traducción de Adolfo Martín. 1994, pp. 25-33.

pregunta ¿cómo deshacerse del papel? ya tenía respuesta¹⁸.

Basta con hacer un contraste para darse cuenta del tremendo cambio que involucra la desmaterialización: los pagos (liquidaciones bursátiles) se hacen en menor tiempo¹⁹. En cada operación de compraventa ya no es necesaria la manipulación de títulos físicos ni tener un control de éstos o anotar sus numeraciones en documentos de entrega, pólizas, registros, depósitos, etc., multiplicando procesos de control y registro de cupones (como cuando se pagan dividendos).

También desaparece el riesgo de pérdida y falsificación de certificados de acciones (títulos físicos), los costos e ineficiencias que conlleva la custodia de títulos físicos (bóvedas, pólizas flotantes de seguros, sistemas de seguridad contra robo e incendios, etc.). Si hay menos dificultad en administrar los valores, se reducen los costos de transacción.

Por otro lado, encontramos un ente profesional: el sistema de depósito colectivo que asume las responsabilidades por el correcto manejo de las transferencias.

Por el lado del inversionista, éste puede comprar y vender valores en un mínimo de tiempo, evitando distorsiones en los precios, generados por la demora en la entrega de los títulos físicos. Se hace más fácil para el inversionista estar al tanto de los dividendos, entrega de derechos de suscripción preferente, gravámenes o embargos que recaigan sobre sus valores. Existiendo transparencia en el mercado, se proporciona a los titulares de acciones la

información periódica sobre sus tenencias pudiendo decidir rápidamente qué negociar.

4. ALGUNOS COMENTARIOS SOBRE LAS ANOTACIONES EN CUENTA Y LA DESMATERIALIZACIÓN EN LA LEGISLACIÓN PERUANA

En la doctrina de la desmaterialización existe una pregunta que es la primera que debe resolver cada legislador: ¿se aplica solamente a los títulos individuales o también a aquéllos que se emiten en masa?

En la actualidad, se desmaterializan los valores emitidos en masa como las acciones o los bonos, ¿podrían ser desmaterializados los cheques u otros títulos como ocurre en Francia con la "Lettre de change relevé"?

Cuando la legislación se ocupa de los valores mobiliarios se refiere a todos aquellos valores que cumplen con la condición de ser emitidos en forma masiva, son libremente negociables y confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor (Ley de Mercado de Valores: artículo 3, decreto legislativo 861).

Los valores mobiliarios pueden representarse por anotaciones en cuenta o títulos físicos a voluntad del emisor (Ley de Mercado de Valores: artículo 9 y artículo 42 del Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores, aprobado por la resolución Conasev 031-99-EF/94.10, publicada el 5 de marzo de 1999 en *El Peruano*). Cualquiera que sea su forma de representación confiere los mismos derechos y obligaciones a sus titulares (Ley del Mercado de Valores: artículo 80).

Hay que notar que la legislación peruana sólo trata el tema de las anotaciones en

18 "Actualmente, en todo el mundo, los administradores de valores mobiliarios se plantean la misma pregunta: ¿cómo eliminar o inmovilizar el papel?" SALOMÓN, Alain. Op. cit., pp. 27.

19 En nuestro medio es T + 3, es decir a 72 horas de ejecutada la orden del comitente en rueda de Bolsa.

cuenta para los valores mobiliarios (como las acciones o bonos) dentro de la legislación del mercado de valores. Incluso la nueva Ley General de Sociedades (ley 26887 publicada el 9 de diciembre de 1997 en *El Peruano*) al referirse a la matrícula de acciones (artículo 92) claramente indica que el régimen de representación de valores mediante anotaciones en cuenta se rige por la legislación del mercado de valores.

Este esquema no sufriría cambios a juzgar por el proyecto de Ley de Títulos Valores (publicado el 8 de febrero de 1999 en *El Peruano*), donde se indica que la creación, emisión, transmisión y registro de los valores desmaterializados o valores con anotación en cuenta, así como su transformación de valores en títulos o viceversa, se rigen por la ley de la materia (o sea, la Ley de Mercado de Valores) y por la futura Ley de Títulos Valores, en todo aquello que no resulte incompatible con su naturaleza desmaterializada.

Cabe anotar que a través de la futura Ley de Títulos Valores, por primera vez se incorporaría en nuestra legislación el término desmaterialización, aunque sin mencionar una definición. En este artículo hemos ofrecido una primera aproximación a este término que es nuevo en la doctrina y debe ser objeto de discusión.

Nos parece que en la forma como está planteada la cuestión en el proyecto de Ley de Títulos Valores, la anotación en cuenta (desmaterialización) regiría para los valores mobiliarios emitidos en masa. La razón principal de esta decisión radicaría en que cuando tenemos títulos singulares no existe el elemento de fungibilidad ni la posibilidad de administración por un sistema de depósito, a menos que surja algún servicio similar a través de la práctica bancaria.

4. A MODO DE CONCLUSIÓN

La desmaterialización de valores mobiliarios es el resultado de la fusión de dos procesos: la anotación en cuenta y el auge de la informática. Si bien no es un concepto proveniente del derecho, sino la reacción del tráfico mercantil ante la dependencia del papel, existen señales de recepción de este fenómeno por parte del derecho. Por ahora, la encontramos asociada a los valores emitidos en masa, aunque el proyecto de Ley de Títulos Valores tiene la última palabra. En todo caso, aún se discute en la doctrina si la desmaterialización se puede aplicar a otros títulos valores que no sean aquéllos emitidos en masa, manteniendo las mismas ventajas de fluidez en el tráfico y seguridad jurídicos.