

## EL VALOR CREDITICIO Y MONETARIO: GÉNERO DEL DERECHO CAMBIARIO.

Por: Dr. Alberto Stewart Balbuena (\*)

**SUMILLA:** INTRODUCCIÓN. 1. LA UNIFICACIÓN NORMATIVA. 1.1. ANTECEDENTES Y FUNDAMENTOS. 1.2. CONCEPTO DEL GÉNERO 'VALOR'. 1.2.1. CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DEL VALOR. 1.2.2. LA INCORPORACIÓN. 1.3. LOS TÍTULOS VALORES. 1.4. LOS VALORES MOBILIARES. 1.5. ASPECTOS CONCLUSIVOS PRELIMINARES. 2. LA DESMATERIALIZACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES. 2.1. A MANERA DE INTRODUCCIÓN: EL EMPLEO DEL TÉRMINO EN LA LEY. 2.2. ANTECEDENTES, DOCTRINA Y DERECHO EXTRANJERO. 2.3. EL EFECTO DE LA CIBERNÉTICA EN LAS ESPECIES DE VALOR. 2.3.1. LA INCIDENCIA DE LA CIBERNÉTICA EN LOS TÍTULOS VALORES. 2.3.2. EL VALOR ELECTRÓNICO. CONCLUSIONES. NOTAS. BIBLIOGRAFÍA.

### INTRODUCCIÓN.-

Cuando en el año 2000 se promulgó la Ley 27287 de Títulos Valores, la Ley en adelante, quienes trabajábamos en ésta materia durante no pocos años, y continuamos haciéndolo, encontramos que la norma, además de derogar la homónima Ley 16587, regulaba no sólo la materia de su epígrafe, sino que incluía por lo menos una más, distinta y ya normada, al efectuar dos importantes innovaciones:

1ª La unificación normativa de la legislación regulatoria especializada en los Títulos Valores con la correspondiente a los Valores Mobiliarios, sobre la base implícita de considerar lógicamente como género a los primeros y especie a los segundos; y,

2ª La "desmaterialización" de los Títulos Valores, en el sentido de prescindir del papel o "título"

en su emisión y circulación, reemplazándolo por el registro y el control electrónico, realizados por una empresa privada que "registra en cuenta" la oferta y los actos de disposición que los titulares realizan en la Bolsa de Valores.

Este trabajo pretende, después de un lustro de vigencia de la ley, analizar críticamente esas innovaciones, recogiendo los resultados de los trabajos académicos realizados en diversas universidades del país y, en especial en nuestra Casa Sanmarquina, a fin de esbozar la conveniencia de ajustes que pudieran hacer coincidir nuestro texto legal con el devenir de las tendencias que se perfilan en la doctrina jurídica, tanto nacional como extranjera en el marco de la globalización; así, como con la observación empírica en la práctica profesional y académica cotidiana.

---

(\*) Professor Principal de Derecho Económico de la Facultad de Derecho y Ciencia Política. UNMSM.



## 1.- La Unificación Normativa.

**1.1 Antecedentes y fundamentos.**- El concepto obedece a la tendencia académica, doctrinaria y práctica que, como suele ocurrir<sup>1</sup> devino en legislativa, de regular en una sola norma todos los instrumentos que son necesarios para exigir un derecho<sup>2</sup>.

Cabe ubicar, como antedecente empírico, talvez el más remoto, en la primera mitad del siglo XX, al Código Civil suizo<sup>3</sup>. Luego, en 1942 se promulgó el Código Civil y Comercial de Italia, siguiendo la misma tendencia que continuó manifestándose en diversos Códigos del mundo, hasta llegar, muy recientemente, al Código Civil del Brasil en 2003. Cabría anotar que las unificaciones referidas se han producido por la absorción que los Códigos Civiles han efectuado de los respectivos Códigos de Comercio que, consecuentemente, han desaparecido. Tal decisión se ha sustentado, sin duda, en la convicción de que las actividades del comerciante y el indefinido acto de comercio, es decir, la realización de la intermediación entre producción y consumo, se concretan necesariamente, en el seno de la sociedad civil.

El legislador peruano, sin duda, ha partido de la convicción de que entre los Títulos Valores, que venían siendo regulados por ley específica<sup>4</sup>, y los Valores Mobiliarios, regulados por la legislación del Mercado de Valores<sup>5</sup>, se da una relación lógica que hace a los primeros el género y a éstos, una especie de aquéllos<sup>6</sup> y que, en consecuencia, la normatividad reguladora de ambos podía ser unificada. Sin embargo, no se percató el legislador que, si bien esa relación puede ser válida, no es la definitiva, por cuanto ambos comparten el género "valor" y se diferencian de él, específicamente, anteponiéndole el sustantivo "título", en un caso, y posponiéndole el calificativo "mobiliario", en el otro.

Esa distinción específica debió conducir, en primer término, a la definición del género común, el "valor", para luego apreciar las diferencias de cada una de las especies, lo cual

no hizo la Ley. No hemos encontrado en el derecho, norma alguna que conceptualice el "valor" como género, pero en muchas legislaciones se mantienen las diferentes especies, aunque no pocas mencionan reiteradamente el término, entre otras el texto del DL.861, Ley del Mercado de Valores, desde su título, como es de verse. Sin embargo, la diferencia entre las especies aparece nítida pues en esa Ley se trata únicamente de "valores mobiliarios" claramente definidos en su artículo tercero<sup>7</sup>. En el derecho extranjero revisado tampoco se ha ubicado norma referida al valor, aunque en no pocos casos se diferencian las especies, en especial en la legislación más reciente.

**1.2. Concepto del género "valor".**- El término es absolutamente polisémico, es decir, que tiene múltiples y diversos significados, como es de verse en el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española<sup>8</sup>; para nuestros fines hemos de seleccionar los que tienen sentido económico (acepción 1 en la cita precedente) o cambiario (acepción 2). Así "valor económico", en cuanto se refiere a la actividad creativa humana, el trabajo, que procura bienes para satisfacer necesidades sociales<sup>9</sup>; y "valor cambiario", en cuanto se expresa en términos de dinero y crédito<sup>10</sup>.

Obsérvese que, esas dos acepciones implican relaciones intersubjetivas que se concretan necesariamente en la sociedad humana: lo económico y lo cambiario sólo son concebibles precisamente con sentido social, diferenciándose tan sólo en que lo primero es genérico, relación entre necesidades infinitas y medios escasos; y lo segundo es instrumental, es decir, referido al medio gracias al cual, los bienes producidos por unos, en determinada sociedad, llegan a satisfacer las necesidades de otros en el ámbito de la misma<sup>11</sup>. Lo primero es una relación teórica, en tanto que, lo segundo implica una relación entre personas que convienen condiciones y, precisamente, el valor de la transacción que están realizando.

Finalmente esa transacción busca la satisfacción



recíproca de necesidades: la del productor u ofertante, mediante la transferencia onerosa del bien producido y ofertado; y la del comprador, al obtener el bien ofrecido que requiere para satisfacer una necesidad, conviniendo ambos un valor pecuniario que satisfaga el legítimo interés de uno y otro, recíprocamente. Se trata pues, en ambos casos de una relación económica y monetaria.

Ahora bien, toda relación económica implica una relación jurídica bilateral en la cual las partes tienen capacidad jurídica para vincularse voluntariamente, es decir, la parte que es titular de un derecho subjetivo, como parte activa o acreedor, puede vincularse con la titular de la obligación, como parte pasiva o deudor, siendo cuantificables, tanto el derecho como la correspondiente obligación, en términos monetarios que ambos admiten equivalentes<sup>12</sup>. La relación económica, pues, implica un vínculo obligacional valorizado monetariamente, de dar, de hacer o de no hacer, abstenerse<sup>13</sup>, que inmaterial y abstracto debe materializarse para concretar sus efectos económicos en el mercado. El valor resulta ser, por lo expuesto, la expresión monetaria que cuantifica la relación obligacional<sup>14</sup> que, por su propia naturaleza, es abstracta<sup>15</sup>.

**1.2.1. Características esenciales del Valor.**- De los conceptos enunciados, cabe deducir las características esenciales del valor que se viene analizando. En primer término, es inferible, es decir que necesariamente su causa ha de estar vinculada a la relación jurídico-económica entre las partes, debiendo ser, por tanto, subjetiva o personal, bilateral y expresada monetariamente. Al tratarse de la expresión de derechos y obligaciones, el valor es inmaterial y, por tanto, abstracto y exigible judicialmente por el acreedor sólo previa prueba. Es, además, transmisible únicamente por el sujeto activo mediante cesión de su crédito o de su posición contractual.

Las características enunciadas evidencian que el objeto de este acápite, el valor económico, no sólo sería de lenta y pesada circulación, sino también de insegura o por lo menos poco fácil

liquidación<sup>16</sup>. Su circulación sólo podría ser contractual y su liquidación solo exigible, de incumplirse su requerimiento, al vencer, en vía de conocimiento, o sea, como queda dicho, luego de probar la existencia de la obligación. Para superar esas limitaciones y convertir el valor en un instrumento útil a la evolución e incremento de la riqueza, el derecho ha creado las especies del valor que cumplen ese objeto, materializando la relación obligacional, mediante su incorporación en instrumentos físicos que considera, luego de cumplidas determinadas condiciones, "bienes muebles".

**1.2.2. La incorporación.**- El término proviene etimológicamente de la expresión latina "in corpore" ("en el cuerpo"), es decir, que los elementos jurídicos inmatrimales de la obligación se confunden con la materia, con el cuerpo del título, normalmente, papel, con lo cual logran su materialización. Broseta Pont atribuye a Savigny la paternidad del término<sup>17</sup> y se remite a Messineo para explicarlo. Éste considera la incorporación como la conexión entre el derecho, abstracto, inmaterial, y el documento. Por ello, "el derecho es indentificado (sic), o compenetrado (o transfundido) en el documento hasta el punto de formar cuerpo con él (derecho llamado por eso, cartular)"<sup>18</sup>.

Entre nosotros, el maestro Montoya Manfredi, consideró que, gracias a la incorporación, el título valor resulta un documento probatorio, constitutivo y dispositivo del cual, por el mérito de una declaración unilateral de voluntad, "deriva una obligación a cargo del que suscribe el título y un derecho en favor del beneficiario del mismo"<sup>19</sup>, agregando que el derecho está unido al documento de manera tan indisoluble que, sin éste, aquél no puede hacerse valer, por lo que este principio también ha sido llamado de "compenetración o inmanencia"<sup>20</sup>. En el mismo sentido, otro maestro, el doctor Jorge Eugenio Castañeda, expresó que "La obligación está transfundida, incorporada, compenetrada en el instrumento llamado "Título Valor"<sup>21</sup>

De lo expresado resulta que el documento deviene en título valor por cuanto éste, el valor,



es incorporado en aquél por la voluntad del emitente para materializarse<sup>22</sup> en lo que deja de ser sólo un simple papel<sup>23</sup> para devenir en un bien mueble<sup>24</sup> que permite a su tenedor, quien es su propietario "iuris tantum"<sup>25</sup>, exigir directa o judicialmente el pago al obligado que aparece en el título, sin la necesidad procesal de probar la obligación por cuanto, ésta es el título mismo, haciendo abstracción de la causa que pudiera haberlo motivado. Contrario sensu, si carece del título valor, el acreedor no puede ejercer su derecho y puede llegar a perderlo, si fuera imposible probar que estuvo en su posesión antes de su pérdida o destrucción<sup>26</sup>.

De la incorporación emana pues la aptitud para que la riqueza circule "brevi manu" con la forma de transferencia que corresponde al bien mueble. Ya se mencionó que Vivante definió el título valor como aquél cuyo pago sólo puede ser requerido a su presentación al deudor principal<sup>27</sup>, definición que de Eizaguirre encuentra originada en Alemania, por Bruner, en 1882<sup>28</sup>. Lo que se presenta es el título o documento que son siempre papel; lo que se requiere es el pago de la obligación incorporada que por serlo, se identifica con él: el papel ha dejado de serlo únicamente: ahora es, además, el valor mismo expresado literalmente en la forma que la Ley dispone<sup>29</sup>. Se trata de la calidad dispositiva del título valor, como también lo señala Montoya Manfredi<sup>30</sup>.

La doctrina y la ley suiza emplean el término "papiers-valeurs"<sup>31</sup>, pero los franceses han preferido el de "effects de commerce", dejando de lado la referencia a su materialidad y refiriéndose a ellos como "un título negociable que constata la existencia, a beneficio del portador de un crédito a corto plazo, y sirve para su pago"<sup>32</sup>. Los italianos han preferido ser más analíticos al referirse a la naturaleza misma de las obligaciones incorporadas, al denominarlos "títulos de crédito"<sup>33</sup>.

Todos los valores a los que hemos hecho referencia, hayan sido cual fuera la denominación que la doctrina y el derecho comparado le asignan, corresponden a nuestros títulos valores; sin embargo, no son sólo a ellos

a los que se refiere la Ley: también regula los valores mobiliarios, otra especie del valor.

**1.3. Los Títulos Valores.-** Estos valores, como emana de lo expresado anteriormente en forma general, se originan causalmente, es decir, materializan en el papel una relación convencional determinada que vincula obligacionalmente a dos partes, una acreedora y otra deudora, por un valor monetario determinado, en las condiciones literalmente establecidas en el respectivo documento formal. La relación convencional aludida tiene como fuente la voluntad de las partes expresada contractual o convencionalmente con naturaleza crediticia de corto plazo pudiendo extenderse al mediano e incluso, al largo plazo<sup>34</sup>.

La circulación del título valor depende de la voluntad del acreedor, tenedor del título. Se realiza ordinariamente, en la forma que establece la Ley<sup>35</sup>: por "endoso", es decir, por su simple firma al reverso del documento, escribiendo antes el nombre del destinatario que ha de ser el nuevo tenedor legítimo. No obstante, su aptitud circulatoria se limita al extenderse el plazo más allá de los cinco años, lo cual es evidente, si se considera su calidad de bien mueble que circula mediante endoso, es decir brevi manu: nadie va a recibir mueble que sólo va a utilizar dentro de diez o más años, salvo que lo reciba a un valor actual<sup>36</sup> que sin duda, podría ya no ser atractiva al transferente.

Finalmente, la incorporación permite que, ante el incumplimiento, pueda exigirse el pago en la vía ejecutiva, debiendo previamente cumplirse con la comprobación notarial de la falta de pago, mediante la diligencia denominada "protesto".

**1.4. Los Valores Mobiliarios.-** Están vinculados tanto a los derechos de propiedad y gestión, como a la expectativa de renta a mediano o largo plazo para su titular, y a una institución mercantil muy importante: la Bolsa de Valores<sup>37</sup>.

Su emisión es unilateral y suele tender a ser masiva, aunque puede no serlo, pues no genera relación jurídica alguna, sino que constituye una oferta lanzada al mercado financiero (pública),



o a determinada persona o personas (privada). Consecuentemente, al emitirse no incorporan ni derechos ni obligaciones; su incorporación sólo va a ocurrir cuando se produzca la aceptación por el mercado o por los destinatarios de la oferta privada. Por esta misma razón, son emitidos a plazo indeterminado, si se trata de derechos cuya extinción decide el propio titular para sí al transferirlos a tercero; o a largo plazo, si se trata de instrumentos con renta periódica preestablecida.

El valor de la transacción o precio no proviene de la voluntad de las partes, lo determina el mercado al cruzarse en él: la demanda con la oferta. Así los valores mobiliarios pueden tener una expresión nominal, que aparece impresa en el título mismo y otra distinta, mayor o menor a la nominal que resulta de la pugna en la Rueda de Bolsa y que se denomina Valor de Mercado. En general, podría afirmarse que constituyen una forma específica de captar el ahorro del público a través del Mercado Financiero no Crediticio<sup>38</sup>, con la intervención controlista del Estado a favor precisamente de los adquirentes que resultarían los ahorristas<sup>39</sup>.

### 1.5. Aspectos conclusivos preliminares.-

Corresponden sólo a lo tratado en este primer capítulo y se integrarán con las conclusiones que resulten de las demás en el ítem final.

1.5.1.- El **valor**, en su acepción económica y monetaria, resulta ser el **género** y sus especies son el **título valor** y **valor monetario**.

1.5.2.- Cada uno de los valores antes mencionados tiene características peculiares que dificultan su regulación unificada en una ley común.

## 2.- LA "DESMATERIALIZACIÓN" DE LOS TÍTULOS VALORES

### 2.1.- A manera de Introducción: el empleo del término en la Ley.-

Como ha quedado ya establecido<sup>40</sup>, la Ley 27287 de Títulos Valores (Ley, en adelante) ha esta-

blecido que "Los valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales, tendrán la calidad y los efectos de Título Valor". Este texto legal permite reiterar que la incorporación es un atributo de los "valores materializados", que lo son gracias a ella. Por tanto, no existen "valores materializados" que no lo sean, sino en virtud de haberse incorporado en ellos derechos y obligaciones que, por su propia naturaleza, son inmateriales. En este aspecto, consecuentemente, resulta tautológica la expresión "valores materializados que... incorporen derechos patrimoniales<sup>41</sup>", por cuanto la incorporación está implícita en los "valores materializados".

Además, es evidente que los derechos y las obligaciones, incorporados en el valor, por ser abstractos y, por tanto, inmateriales, sólo son susceptibles de materializarse. Va esta atingencia por cuanto la Ley en su artículo 2º se refiere a "Los valores desmaterializados...<sup>42</sup>".

La desmaterialización del valor, propuesta por la Ley y que viene desde el Proyecto<sup>43</sup>, es impracticable al no ser posible desmaterializar lo inmaterial; por tanto, ha debido referirse sólo a los valores susceptibles de materializarse "mediante anotaciones en cuenta", como lo hace más adelante tanto en el mismo numeral (1 del artículo 2º), antes citado, como en los restantes numerales. Estos son sólo los valores mobiliarios: los títulos valores se crean de manera distinta, como lo dispone la propia Ley en su artículo tercero<sup>44</sup>.

### 2.2. Antecedentes, doctrina y derecho extranjero.-

Desde los años sesenta del siglo pasado, existe la necesidad de agilizar la emisión y circulación de los valores mobiliarios o simplemente de los valores (la ley venezolana). La emisión masiva es característica de esa especie de valores, por cuanto es poco concebible en referencia a los títulos valores. Así lo apreció la doctora Fresia Ramírez-Villalobos de la Universidad Autónoma de Centro América (Costa Rica) al afirmar que "es importante recalcar el hecho de que los títulos valores seguirán existiendo dentro de las relaciones mercantiles comunes y



Idénticas consideraciones podrían hacerse con relación al pagaré y a los demás Títulos Valores que la Ley llama *Específicos*, incluido el cheque, que es una orden de pago dada por el girador, mediante su firma, al banco girado, para que pague a un tercero, el beneficiario o tomador, una suma de dinero determinada, debitándola al saldo del acreedor, ya sea de su cuenta corriente o del crédito que el banco le ha otorgado para ser dispuesto a través de ella, todo lo cual también es posible utilizando la vía electrónica, como lo anota la doctora Ramos Herranz de la Universidad Carlos III de Madrid, refiriéndose a la posible solución propuesta por un sector del derecho norteamericano<sup>48</sup>. Dice la citada profesora que los "*cheques electrónicos se emitirían vía electrónica por el cuentacorrentista-librador contra la entidad librada en la que tiene depositados sus fondos y serían transmitidos al tenedor a través de la red informática. Tales cheques no podrán ser firmados de puño y letra por el librador, evidentemente, sino que la firma habría de ser electrónica*", expresando luego sus dudas si las órdenes de pago así expresadas son o no un cheque, agregando que tal duda, a su entender, podría salvarse mediante la implantación del proyecto MANDATE, siglas de *Managing and Adminstrating Negotiable Documenta and Trading them Electronically*<sup>49</sup>. Agrega que "existe en la Cámara de Comercio Internacional el Proyecto ICCs E 100 relativo a los Proyectos electrónicos en el comercio internacional, dentro del que se desarrollarán nuevos conceptos sobre el comercio electrónico y en cuyo grupo de trabajo propondrá MANDATE nuevas soluciones sobre título valores electrónicos"<sup>50</sup>.

**2.3.2.- El Valor Electrónico.-** No es necesario mayor análisis para hacer evidente que las soluciones glosadas y otras posibles permitirán un muy eficiente tráfico mercantil por vía electrónica al emplear instrumentos de esa misma naturaleza, distintos de los que emplean el papel como soporte. Dicen los Montoya que "*Mediante el mecanismo de valores representados por valores en cuenta, se introduce un sistema auto-*

*matizado de nominatividad por el cual los títulos físicos representativos del derecho o derechos que incorporan son reemplazados por registros computarizados*"<sup>51</sup>.

Los instrumentos que la tecnología podría poner a disposición de la economía nos están mostrando una *nueva especie de Valor* que, al no ser formalizado en papel, no podría ya denominarse "*Título*", requiriendo, en consecuencia, otro término significativo que describa sus peculiares características específicas; tal término podría ser "*Valor Electrónico*", y estar llamado a participar con los *Títulos Valores* tradicionales en el mercado, determinando una modalidad de circulación de la riqueza distinta tanto del endoso como de la cesión de créditos, concretando el uso de las posibilidades de la tecnología informática. Esto ha de lograrse mediante "la anotación en cuenta" a la que se refiere la Ley<sup>52</sup> y que consiste en un registro electrónico en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores que la misma norma legal menciona<sup>53</sup>. Es obvio que si se trata de "registro", no debió emplearse el término "desmaterialización" sino, contrariamente, el de "materialización por anotación en cuenta"

## CONCLUSIONES

- Sin duda lo tratado no agota el tema del impacto de la cibernética sobre los valores, es necesario seguir trabajando sobre él; sin embargo evidencia que la denominada *desmaterialización* es un efecto aparente de la anotación en cuenta que crea un registro electrónico a fin de materializar, mediante impulsos electrónicos controlados sistemáticamente, *valores mobiliarios* inmateriales por su propia naturaleza. El registro electrónico recibe las anotaciones electrónicas que corresponden a la emisión, a la oferta, a su aceptación, al pago del precio y a la consecuente titularidad y posibles transferencias; actos que son indudablemente físicos, sujetos a un determinado sistema o *software* que puede ser evidenciado en una pantalla de ordenador o impresa en un papel que los representa, sin incorporarlos.



- Los *valores mobiliarios* susceptibles de ser materializados mediante *anotaciones en cuenta* deben ser aprobados administrativamente; tal es el caso de las acciones o los bonos corporativos cuya oferta en el Mercado de Valores debe ser autorizada<sup>54</sup> por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores<sup>55</sup>, lo cual quiere decir que pueden haber muchos otros que se seguirán emitiendo en papel<sup>56</sup>, y registrándose gráfica y contablemente en el Libro de Matricula de acciones<sup>57</sup>. Mas aun, la Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, ha creado y regula a la *Sociedad Anónima Cerrada*, cuyas acciones sólo han de circular entre los no más de veinte accionistas fundadores que la constituyen, salvo que éstos mismos admitan a persona distinta como adquirente, pero sólo a través de la cesión tradicional del cedente y sin la posibilidad de ingresar al Mercado de Valores<sup>58</sup>.

- La doctrina y la legislación comparadas han aceptado el término "desmaterialización" desde la década de 1970, en especial para los *valores mobiliarios*, siendo muy elocuente la expresión justificatoria del jurista noruego Frank Olivencia con relación a la solución que fuera el papel para la circulación de los Valores: *las ventajas del papel acabaron desembocando en los inconvenientes del papeleo*<sup>59</sup>; gracias a su opinión, fue Dinamarca el primer país en sustituir definitivamente el título por la anotación contable para todos los efectos, en el año de 1982. Sin embargo, no han faltado opiniones, como la del distinguido tratadista español Rodrigo Uría<sup>60</sup>, que prefieren referirse a la "anotación en cuenta" por medios electrónicos, en vez de la difundida "desmaterialización".

- Asimismo, es abundante la doctrina que considera que, no a todos los valores es aplicable la anotación en cuenta, siéndolo específicamente a los que han de circular en el mercado bursátil<sup>61</sup>.

- De las circunstancias expuestas, volviendo a los problemas de la regulación genérica del *valor* y de su legislación unitaria, cabe inferir tan-

to la inconveniencia de regular en un misma norma legal a las diferentes modalidades de valores que han sido señaladas, como la conveniencia de definir legalmente el género valor, como lo sugiere el título de estos apuntes, de tal modo que de ésta norma legal fluya la regulación correspondiente a cada una de sus especies que, como ha quedado evidenciado podrían ser el título valor, el valor mobiliario (ambos emitidos y circulatorios en papel, de acuerdo con sus propias modalidades) y el valor electrónico que podría materializar, mediante anotación electrónica, tanto los valores mobiliarios destinados a circular en el Mercado de Valores, como eventuales variantes electrónicas de los títulos valores.

## NOTAS

<sup>1</sup> La doctrina jurídica es una importante fuente del derecho

<sup>2</sup> Vivante, Cesare. Trattato di Diritto Commerciale, 5ª edición, Vol. III, 1924, p.338

<sup>3</sup> Code Civil Helvetique, 1912, en el cual se regulan tanto las obligaciones civiles y comerciales, hasta entonces reguladas por los respectivos códigos.

<sup>4</sup> La Ley N° 16587, que regulaba sólo los Títulos Valores clásicos: la letra, el pagaré, el vale a la orden y el cheque.

<sup>5</sup> El Decreto Legislativo N°861, Ley del Mercado de Valores

<sup>6</sup> VIDAL, Fernando, La Bolsa de Valores, Ed. Cuzco, 1988, p.143: "La relación existente entre los títulos-valores y los valores mobiliario es la del género a la especie. Todo valor mobiliario es un título valor, pero no todo título valor es un valor mobiliario, y por ello, entre ambos conceptos puede surgir diferencias".

<sup>7</sup> D. L. 861, artículo 3°.- **Valores Mobiliarios.**- Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor. Para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores. Cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo, carece de efectos jurídicos.

<sup>8</sup> Real Academia de la Lengua: valor. (Del lat. valor, -ôris).

1. m. Grado de utilidad o aptitud de las cosas, para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar o deleite.

2. m. Cualidad de las cosas, en virtud de la cual se da por poseerlas cierta suma de dinero o su equivalente.

3. m. Alcance de la significación o importancia de una



Alberto Stewart Balbuena

cosa, acción, palabra o frase.

4. m. Cualidad del ánimo, que mueve a acometer resueltamente grandes empresas y a arrastrar los peligros. U. t. en sent. peyor., denotando osadía, y hasta desvergüenza. ¿Cómo tienes valor para eso? Tuvo valor de negarlo.

5. m. Subsistencia y firmeza de algún acto.

6. m. Fuerza, actividad, eficacia o virtud de las cosas para producir sus efectos.

7. m. Rédito, fruto o producto de una hacienda, estado o empleo.

8. m. Equivalencia de una cosa a otra, especialmente hablando de las monedas.

9. m. Persona que posee o a la que se le atribuyen cualidades positivas para desarrollar una determinada actividad. Es un joven valor de la guitarra.

10. m. Fil. Cualidad que poseen algunas realidades, consideradas bienes, por lo cual son estimables. Los valores tienen polaridad en cuanto son positivos o negativos, y jerarquía en cuanto son superiores o inferiores.

11. m. Mús. Duración del sonido que corresponde a cada nota, según la figura con que ésta se representa.

12. m. Pint. En una pintura o un dibujo, grado de claridad, media tinta o sombra que tiene cada tono o cada pormenor en relación con los demás.

13. m. pl. Títulos representativos o anotaciones en cuenta de participación en sociedades, de cantidades prestadas, de mercaderías, de depósitos y de fondos monetarios, futuros, opciones, etc., que son objeto de operaciones mercantiles. Los valores están en alza, en baja, en calma.

~ absoluto. 1. m. Mat. valor de un número sin tener en cuenta su signo.

~ agregado. 1. m. Am. valor añadido.

~ añadido. 1. m. Econ. Incremento del valor de un producto durante las sucesivas etapas de su producción o distribución.

~ cívico. 1. m. Entereza de ánimo para cumplir los deberes de la ciudadanía, sin arredrarse por amenazas, peligros ni vejámenes.

~ en cuenta. 1. m. Com. El que el librador de una letra de cambio, o de otro título a la orden, cubre con asiento de igual cuantía a cargo del tomador en la cuenta abierta entre ambos.

~ en sí mismo. 1. m. Com. Fórmula empleada en las letras o pagarés para significar que el librador gira a su propia orden, y que tiene en su poder el importe del libramiento.

~ entendido. 1. m. Com. Él de las letras o pagarés, cuyo librador se reserva asentárselo en cuenta al tomador, cuando median razones que impiden a uno y otro explicar con claridad la verdadera causa de deber.

2. m. U. para indicar connivencia o acuerdo consabido entre dos o más personas.

~ facial. 1. m. En filatelia, el impreso en el sello a efectos de franqueo, a diferencia del valor de mercado

o colección.

~ nominal. 1. m. Econ. Cantidad por la que se emite una acción, una obligación y otros documentos mercantiles.

~ normal. 1. m. Fis. El que toma una magnitud en condiciones normales.

~ recibido, o ~ recibido en efectivo, géneros, mercancías, cuentas, etc. 1. m. Com. U. como fórmula para significar que el librador se da por satisfecho, de cualquiera de estos modos, del importe de la letra o pagaré.

~ relativo. 1. m. Mat. Él que tiene una cantidad en comparación con otra.

~ reservado en sí mismo. 1. m. Com. Valor en sí mismo.

~es declarados. 1. m. pl. Monedas o billetes que se envían por correo, bajo sobre cerrado, cuyo valor se declara en la administración de salida y de cuya entrega responde el servicio de correos.

~es fiduciarios. 1. m. pl. Los emitidos en representación de numerario, bajo promesa de cambiarlos por este. ¿cómo va ese ~?, o ¿qué tal ese ~?

1. exprs. U. como fórmulas de saludo para preguntar por el estado de salud o de ánimo de la persona a quien se dirige la palabra.

<sup>9</sup> Samuelson, Paul A., y Nordhous, William D., *Economía*, Mc.Graw Hill, 17a. Ed., Madrid, 2002, p.4

<sup>10</sup> *Ibidem*, p.653.

<sup>11</sup> Weber, Max, *Economía y Sociedad*, FCE, México, 2ª. ed., 8ª. reimp., p.56

<sup>12</sup> Osterling Parodi, Felipe, y Castillo Freire, Mario, *Tratado de las Obligaciones*, Biblioteca Para Leer el Código Civil, Vol. XVI, 1a. Parte, Tomo I, PUCP, Fondo Editorial, Lima, 1994.: "El concepto de obligación determina que necesariamente debe existir un crédito y una deuda", p.112

<sup>13</sup> Planiol, Marcel, *Traité Elementaire de Droit Civil*, Tome II, Librairie Générale de Droit & Jurisprudence, Paris, 1905, p.55

(La obligación es para Planiol: "Un lieu de drouit por lequel une personne est astreinte envers une autre á faire ou á ne pas faire quelque chose" (Una ligadura de derecho, por la cual una persona está constreñida en favor de otra a hacer o no hacer alguna cosa)

<sup>14</sup> Osterling y Castillo, *op.cit.*, p.117.

<sup>15</sup> Justiniano, *Instituta*, 3. 14 "Obligatio est Iuris vinculum ..."

<sup>16</sup> Convertir en dinero un valor económico.

<sup>17</sup> Broseta Pont, Manuel, *Manual de Derecho Mercantil*, Tecnos, Madrid, 1986, pag.549.

<sup>18</sup> Messineo, Francesco, *Manual de Derecho Civil y Comercial*, Tomo VI, EJE, Bs.As., 1979, p.233

<sup>19</sup> Montoya Manfredi, Ulises, *Comentarios a la Ley de Títulos Valores*, Ed.Desarrollo,S.A., 2a.Ed., Lima, 1982, p.19

<sup>20</sup> *Ibidem*, p.20.

<sup>21</sup> Castañeda, Jorge Eugenio, *Introducción a la Nueva Ley de Títulos-Valores (Nº16587)*, Cámara de Comercio de Lima, 1968, p.7





- <sup>22</sup> De Eizaguirre, José María, Los Valores en Papel, en Revista de Derecho Mercantil, Madrid, N°229, 1998: "Tratándose de derechos, como es nuestro caso, talvez la equivalencia más directa hubiese sido el de "materialización" del derecho en el papel", p.1097
- <sup>23</sup> Ley 27287 de Títulos Valores, art.1°: "1.1. Los valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales, tendrán la calidad y los efectos de Título Valor" Esta expresión legal implica que la incorporación es un atributo de los "valores materializados" sin expresar que se materializan gracias a ella
- <sup>24</sup> Código Civil, art.886, "Son muebles, inc.5. Los títulos valores de cualquier clase o los instrumentos donde conste la adquisición de créditos o de derechos personales".
- <sup>25</sup> *Ibidem*, art.912. "El poseedor es reputado propietario, mientras no se pruebe lo contrario"....
- <sup>26</sup> Castañeda, J-E., op.cit.p.8.
- <sup>27</sup> *Supra*, pág.2, nota 2.
- <sup>28</sup> De Eizaguirre, José María, op.cit: "La expresión *Wertpapiere* proviene del ADHBG alemán de 1861 que los menciona sin definirlos... En 1932 se publica en Madrid la obra de Joaquín Salmases y Jordana, "Usufructo de derechos (inclusive de títulos-valores)", primera, que sepamos, en que se ofrece una traducción de dicho término alemán, cuyo arraigo en nuestro léxico jurídico proviene del volumen I (1936) del curso de Derecho Mercantil de Garrigues", p.1010.
- <sup>29</sup> Se trata de los principios de literalidad y de formalidad.
- <sup>30</sup> Montoya Mandredi, Ulises, Derecho Comercial, Tomo II, Grijley, Lima, 9ª,ed-, p.11
- <sup>31</sup> De Eizaguirre, op.cit., p.1010
- <sup>32</sup> Rippert, Georges, Tratado Elemental de Derecho Comercial, T.III, Ed.Tea, Bs.As., 1954, p.139
- <sup>33</sup> Messineo, op.cit., p.323.
- <sup>34</sup> Corto plazo hasta un año, a partir de la firma del contrato; mediano, entre uno y cinco años; y, largo, de cinco en adelante. Los créditos hipotecarios pueden extenderse hasta treinta años con pagos de 360 letras de cambio.
- <sup>35</sup> Ley 27287, art. 34 ss. y concordantes, en los Títulos valores emitidos a la orden que son los más; no en los que lo han sido al portador, limitados legalmente, o nominativamente que suponen cesión de crédito.
- <sup>36</sup> Samuelson y Nordahaus, op.cit.: "El valor actual es el valor que tiene una corriente de renta que se obtiene a lo largo del tiempo", p.237. Quien recibe un título valor a largo plazo adquiere un activo que no le va a producir renta alguna durante mucho tiempo, por tanto, sería razonable que lo adquiriera sólo luego de descontar el costo de la inmovilización.
- <sup>37</sup> Rippert, op.cit., pag. 13
- <sup>38</sup> Esta es una propuesta de clasificación del Mercado Financiero como crediticio, cuando intervienen las empresas bancarias y financieras; y no crediticio, cuando se trata de captación de recursos en el mercado bursátil.
- <sup>39</sup> En el Perú, ésta función estatal es realizada por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores.
- <sup>40</sup> *Supra* 1.2.2
- <sup>41</sup> Es de observarse que se ha omitido el término "representen" que, como sinónimo de "incorporen" contiene la fórmula legal por considerar que no existe tal sinonimia al no ser aplicable a los títulos valores la representación objetiva que es sólo simbólica.
- <sup>42</sup> Ley 27287, art.2°: "2.1. Los valores desmaterializados para tener la misma naturaleza y efectos que los Títulos Valores señalados en el artículo 1°, requieren de su representación por anotación en cuenta y de su registro ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores
- 2.2. La creación, emisión, transmisión y registro de los valores con representación por anotación en cuenta, así como su transformación a valores en título y viceversa, se rigen por la ley de la materia; y por la presente Ley, en todo aquello que no resulte incompatible con su naturaleza.
- 2.3. La representación por anotación en cuenta comprende a la totalidad de los valores integrantes de la misma emisión, clase o serie, sea que se traten de nuevos valores o valores existentes, con excepción de los casos que señale la ley de la materia.
- 2.4. La forma de representación de valores, sea en título o por en anotación en cuenta, es una decisión voluntaria del emisor y constituye una condición de la emisión, susceptible de modificación conforme a ley."
- <sup>43</sup> Congreso de la República, Proyecto de la Ley de Títulos Valores, publicación del 17-06-99 en el Diario Oficial El Peruano, art.2.1: «Los valores desmaterializados ...»
- <sup>44</sup> Ley 27287, Artículo 3°.- Creación de nuevos títulos valores.- La creación de nuevos títulos valores se hará por Ley o por norma legal distinta en caso de existir autorización para el efecto emanada de la Ley o conforme al artículo 276° de la presente Ley.
- <sup>45</sup> Ramírez-Villalobos, Fresa. La crisis del papel. La desmaterialización de los títulos valores y la aparición de las anotaciones en cuenta, en Revista Acta Académica Universidad Autónoma de Centro América (Costa Rica)
- <sup>46</sup> Montoya Alberti, Ulises, Revista Jurídica del Perú, Año 3, N°35, 2001, p.103
- <sup>47</sup> Quiroz Alegría, Waldo, La Desmaterialización De Los Títulos De Crédito, Memoria para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales, Facultad de Derecho, Universidad Central de Chile, 1999
- <sup>48</sup> Ramos Herranz, Isabel, Cheques Electrónicos, en Revista de Derecho Mercantil, N°229, julio-setiembre, 1998, Madrid, p.1224
- <sup>49</sup> *Ibidem*, p.1229
- <sup>50</sup> *Ibidem*, p.1233
- <sup>51</sup> Montoya Manfredi, Ulises; Montoya Alberti, Ulises; y Montoya Alberti, Hernando, Derecho Comercial. Tomo II, Grijley, 1998. p.311
- <sup>52</sup> Ley 26887, artículo 2°.- Valor Representado mediante Anotación en Cuenta.-



2.1 Los valores desmaterializados, para tener la misma naturaleza y efectos que los Títulos Valores señalados en el Artículo 1º, requieren de su representación por anotación en cuenta y de su registro ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores.

<sup>53</sup> Montoya, op.cit., "El registro contable de los valores por anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión se atribuye a una sola institución de compensación y liquidación de valores", p.315

<sup>54</sup> DS N° 093-2002-EF.- Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores... artículo 7º.- Control y Supervisión.- La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) es la institución pública encargada de la supervisión y el control del cumplimiento de esta ley. La nombrada institución está facultada para, ciñéndose a las normas del derecho común y a los principios generales del derecho, interpretar administrativamente los alcances de las disposiciones legales relativas a las materias que en esta ley se aborda. Lo está asimismo para dictar los reglamentos correspondientes. A menos que haya indicación expresa en contrario, las facultades que esta ley otorga a CONASEV, se ejercen por su Directorio.

<sup>55</sup> DECRETO LEY N° 26126.- Aprueba el Texto Único Concordante de la Ley Orgánica de la Comisión Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV

<sup>56</sup> Ley 26887, Ley General de Sociedades: artículo 84º.- Emisión de acciones.- Las acciones sólo se emiten una vez que han sido suscritas y pagadas en por lo menos el veinticinco por ciento de su valor nominal, salvo lo dispuesto en el párrafo siguiente. En la emisión de acciones en el caso de aportes en especie se estará a lo dispuesto en el artículo 76º. Los derechos que corresponden a las acciones emitidas son independientes de si ellas se encuentran representadas por certificados provisionales o definitivos, anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma permitida por la Ley.

<sup>57</sup> Ibid.-" Artículo 92º.- Matrícula de acciones.- En la matrícula de acciones se anota la creación de acciones cuando corresponda de acuerdo a lo establecido en el artículo 83º. Igualmente se anota en dicha matrícula la emisión de acciones, según lo establecido en el artículo 84º, sea que estén representadas por certificados provisionales o definitivos.

En la matrícula se anotan también las transferencias, los canjes y desdoblamientos de acciones, la constitución de derechos y gravámenes sobre las mismas, las limitaciones a la transferencia de las acciones y los convenios entre accionistas o de accionistas con terceros que versen sobre las acciones o que tengan por objeto el ejercicio de los derechos inherentes a ellas.

La matrícula de acciones se llevará en un libro especialmente abierto a dicho efecto o en hojas sueltas, debidamente legalizados, o mediante registro electrónico o en cualquier otra forma que permita la ley. Se podrá usar simultáneamente dos o más de los sistemas antes

descritos; en caso de discrepancia prevalecerá lo anotado en el libro o en las hojas sueltas, según corresponda.

El régimen de la representación de valores mediante anotaciones en cuenta se rige por la legislación del mercado de valores.

<sup>58</sup> Ibid., artículo 234º.- "La sociedad anónima puede sujetarse al régimen de la sociedad anónima cerrada cuando tiene no más de veinte accionistas y no tiene acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores. No se puede solicitar la inscripción en dicho registro de las acciones de una sociedad anónima cerrada".

<sup>59</sup> Olivencia, Frank, citado por Valenzuela Garach, Fernando, en La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1993, p.98.

<sup>60</sup> Uria citado por Angulo Rodríguez, Luis y otros. Negocios sobre Derechos No Incorporados a Títulos Valores y sobre Relaciones Jurídicas Especiales, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1992, p. 266. Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1993, p.98.

<sup>61</sup> "Resulta pertinente manifestar que la representación de valores mediante anotaciones en cuenta no puede extenderse a todos los valores, encontrando su natural marco de aplicación en los valores mobiliarios o valores emitidos en masa o serie (con igual contenido de derechos). Por ejemplo los llamados títulos de inversión, como las acciones y obligaciones de las sociedades anónimas y los títulos de deuda pública.", Ramírez-Villalobos, Fresia, La crisis del papel. La desmaterialización de los títulos valores y la aparición de las anotaciones en cuenta. Revista Acta Académica (2000), Universidad Autónoma de Centro América (Costa Rica).

## BIBLIOGRAFÍA

BROSETA PONT, Manuel, Manual de Derecho Mercantil, Tecnos, Madrid, 1986

CASTAÑEDA, Jorge Eugenio, Introducción a la Nueva Ley de Títulos-Valores (N°16587), Cámara de Comercio de Lima, 1968

CONGRESO DE LA REPÚBLICA, Proyecto de la Ley de Títulos Valores, publicación del 17-06-99 en el Diario Oficial El Peruano

DE EIZAGUIRRE, José María, Los Valores en Papel, en Revista de Derecho Mercantil, Madrid, N°229, 199



- JUSTINIANO, Instituta, 3. 14 "Obligatio est Iuris vinculum".
- OSTERLING PARODI, Felipe, y Castillo Freire, Mario, Tratado de las Obligaciones, Biblioteca Para Leer el Código Civil, Vol.XVI, 1a Parte, Tomo I, PUCP, Fondo Editorial, Lima, 1994
- MESSINEO, Francesco, Manual de Derecho Civil y Comercial, Tomo VI, EJE, Bs.As., 1979
- MONTOYA MANFREDI, Ulises, Comentarios a la Ley de Títulos Valores, Ed.Desarrollo,S.A., 2a.Ed., Lima, 1982
- MONTOYA MANFREDI, Ulises; MONTOYA ALBERTI, Ulises; y MONTOYA ALBERTI, Hernando, Derecho Comercial. Tomo II, Grijley, 1998.
- MONTOYA ALBERTI, Ulises, Revista Jurídica del Perú, Año 3, N°35, 2001
- PLANIOL, Marcel, Traité Elementaire de Droit Civil, Tome II, Librairie Générale de Droit & Jurisprudence, Paris, 1905Parte, Tomo I, PUCP, Fondo Editorial, Lima,
- QUIROZ ALEGRÍA, Waldo, La Desmaterialización de los títulos de Crédito, Memoria para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales, Facultad de Derecho, Universidad Central de Chile, 1999
- RAMOS HERRANZ, Isabel, Cheques Electrónicos, en Revista de Derecho Mercantil, N°229, julio-setiembre, 1998, Madrid
- RAMÍREZ-VILLALOBOS, Fresia, La crisis del papel. La desmaterialización de los títulos valores y la aparición de las anotaciones en cuenta, en Revista Acta Académica Universidad Autónoma de Centro América (Costa Rica)
- REAL ACADEMIA DE LA LENGUA
- RIPPERT, Georges, Tratado Elemental de Derecho Comercial, T.III, Ed.Tea, Bs.As., 1954
- SAMUELSON, Paul A., y Nordhous, William D., Economía, Mc.Graw Hill, 17a.Ed., Madrid, 2002, p.4
- VIDAL, Fernando, La Bolsa de Valores, Ed.Cuzco, 1988
- VIVANTE, Cesare. Trattato di Diritto Commerciale, 5ª edición, Vol. III,1924
- WEBER, Max. Economía y Sociedad, FCE, México,2ª.ed.,8ª. reimp.