
Tratamiento jurídico del sistema de anotaciones en cuenta de valores

Ivanna Loncharich Lozano

El presente trabajo tiene como objeto central desarrollar, desde una perspectiva legal, los principales aspectos de los valores representados mediante anotaciones en cuenta o anotados en cuenta en nuestro mercado peruano, así como aclarar algunos conceptos que podrían crear confusión.

De esta manera, consideramos oportuno describir el marco legal de las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores (en adelante ICLV), para luego explicar en qué consiste el sistema de anotaciones en cuenta, así como otros temas vinculados a éste, tales como, registro contable, fungibilidad, transferencia de propiedad de los valores anotados en cuenta, seguridades existentes para estos valores, certificados de acreditación, entre otros aspectos.

I. Aspectos introductorios

Uno de los factores que contribuyó al desarrollo del tráfico mercantil fue la utilización de los títulos valores, que fue posible gracias a la aceptación generalizada del concepto de incorporación del derecho al título. Sin embargo, no queda duda que su utilización masiva se convirtió posteriormente en un obstáculo para la agilidad en la negociación de los mismos.

Tal como señala Manuel Mendoza¹, el éxito del título valor, en cuanto medio de incorporar el derecho al título, acabó siendo uno de los

1 Manuel Mendoza Villar, «El sistema de anotaciones en Cuenta desde una

mayores impedimentos del tráfico mercantil, pues el elemento físico no solo dificultaba la transmisión de derechos, sino el ejercicio de los mismos.

Estas dificultades motivaron la búsqueda de soluciones encaminadas a eliminar del tráfico jurídico la necesidad del traslado de los valores representados mediante títulos físicos, y así facilitar el ejercicio de derechos incorporados en el documento.

Al respecto, se han seguido dos vías de solución: la inmovilización y la desmaterialización. En ambos casos, los valores no se trasladan físicamente, es decir las transmisiones de propiedad son efectuadas mediante transferencias contables. En el primer caso, el valor existe en forma de título físico, que puede ser incluso uno que represente una emisión (macrotítulo). En el segundo, el valor existe en el registro sin representación material alguna, de este modo se produce el abandono del título al que queda incorporado el derecho como instrumento para la circulación y el ejercicio de derechos.

II. Marco legal

El régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta o valores anotados en cuenta, se encuentra regulado por el Decreto Legislativo N° 861, actual Ley del Mercado de Valores, y está reglamentado por la Resolución CONASEV N° 031-99-EF/94.10, Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores (en adelante el Reglamento)².

El ámbito de aplicación del Reglamento comprende a las ICLV, a las personas que participan en el sistema de compensación y liquidación de valores, y a los emisores de valores representados por anotaciones en cuenta, así como otros valores anotados en cuenta.

perspectiva jurídica», Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero, N° 36, 1991, p. 46.

2 Nótese que nuestra legislación ha optado principalmente por un sistema desmaterializado, a diferencia de otros países como Estados Unidos o México donde funciona un sistema inmovilizado.

Las ICLV tienen un rol preponderante en el mercado de valores ya que son quienes facilitan la liquidación de las operaciones³, además de prestar servicios a emisores e inversionistas a través de sus participantes. En el caso peruano necesariamente son sociedades anónimas debidamente autorizadas por CONASEV.

En algunos países la institución de compensación y liquidación de valores es una entidad independiente de la bolsa; en otros, es parte de ella, y en otros casos existe una institución encargada de la compensación y liquidación y una depositaria central de valores o registro central de valores⁴. En el caso peruano si bien hasta el año 1997 el servicio de compensación y liquidación formaba parte de la Bolsa de Valores de Lima, en el marco de lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, éste se escindió de la Bolsa de Valores constituyéndose como una sociedad anónima independiente.

Para obtener y mantener la autorización de funcionamiento, las ICLV deben contar, entre otros requisitos con infraestructura y sistemas informáticos adecuados, capacidad operativa, personal de experiencia y capacitado, sistemas de seguridad respecto a las instalaciones e información, salvaguardas operativas y planes de contingencia.

Entre los agentes intervinientes del sistema de compensación y liquidación tenemos también a los participantes, los bancos liquidadores y los emisores de valores.

Los participantes⁵ son los que acceden a los servicios de una ICLV, contando necesariamente con una cuenta dentro del registro contable

3 La liquidación de las operaciones es el proceso que comprende el cumplimiento de las obligaciones asumidas como consecuencia de la negociación de valores en mecanismos centralizados, mediante la transferencia de valores del vendedor al comprador y la transferencia de fondos del comprador al vendedor.

4 En los mercados internacionales los depositarios más conocidos son el Depositary Trust Company (DTC) con sede en Nueva York; EUROCLEAR con base en Bruselas, y CEDEL con sede en Luxemburgo. Dichas entidades llevan el registro de valores de diferentes emisores de diversas partes del mundo.

5 De acuerdo al artículo 224° de la Ley del Mercado de Valores están facultados para ser participantes, los agentes de intermediación, las empresas bancarias y financieras, las compañías de seguros y reaseguros, las sociedades administradoras, las sociedades administradoras de fondos de inversión y las administradoras de fondos de pensiones, así como otras personas nacionales o extranjeras que determine CONASEV mediante disposiciones de carácter general.

(cuenta matriz) y para tal efecto deben reunir una serie de requisitos mínimos de índole financiero, económico, operativo, infraestructura, la existencia de un organismo supervisor de la entidad, entre otros.

Los bancos liquidadores son contratados por la ICLV, quien a instrucciones de ésta realiza la liquidación de fondos, es decir, dicho banco recibe la orden de transferir los fondos de la cuenta del participante directo⁶ comprador a la del participante directo vendedor, en forma simultánea a la liquidación de valores o transferencia de valores del participante directo vendedor al participante directo comprador, los cuales se encuentran registrados en una cuenta matriz.

Por último, los emisores son los que contratan a la ICLV para que les brinde el servicio de anotación de sus valores en el registro contable.

III. Sistema de anotaciones en cuenta

El sistema de anotaciones en cuenta es un régimen jurídico especial aplicable a la circulación y ejercicio de derechos que se inscriben en el correspondiente registro contable.

En atención a ello, es preciso indicar que los términos «valores representados mediante anotaciones en cuenta», «valores desmaterializados», «valores anotados en cuenta»⁷ u otros que puedan inducir a con-

Por su parte, el artículo 31° del Reglamento establece que pueden ser participantes, además de las personas mencionadas en el artículo 224° de la Ley, otras ICLV, las entidades constituidas en el exterior que tengan por objeto social el registro, custodia, compensación, liquidación o transferencia de valores, así como otras personas jurídicas que propongan las ICLV a CONASEV, con la debida sustentación.

⁶ Los participantes directos son aquellos que acceden directamente a los servicios de liquidación de las operaciones.

⁷ El concepto de valor anotado en cuenta es más amplio, abarcando a los valores desmaterializados como a los inmovilizados, dado que en ambos casos el valor se encuentra anotado en el registro contable o «*book entry*» y las transmisiones de propiedad se efectúan mediante transferencias contables. Dicho concepto también es utilizado en nuestra legislación para aquellos valores de emisores extranjeros admitidos a negociación en una bolsa de valores local. En este sentido, su inscripción en el registro contable de una ICLV no determina cambio en el sistema de representación y, por lo tanto es independiente de que los mismos estén incorporados en un título o representados mediante anotaciones en cuenta.

fusión sólo pueden utilizarse respecto a los valores que sean objeto de inscripción, de acuerdo a lo establecido en las normas señaladas precedentemente.

Nuestra legislación permite que los emisores puedan registrar sus valores mediante otros medios electrónicos, sin que ello signifique el sometimiento a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos. Estos registros servirán solo como efectos probatorios y a la libre apreciación judicial.

1. Registro Contable

El registro contable está compuesto por cuentas matrices donde se registran valores propios o de clientes del participante, mientras que en la cuenta de emisor se registran exclusivamente valores emitidos por éste.. Este registro es administrado por una ICLV.

La ICLV tiene la facultad de elegir el sistema de registro contable a administrar, pudiendo ser en forma total y exclusiva, o conjuntamente con sus participantes. El primero es un sistema donde la ICLV lleva el registro individualizado de todos los titulares, mientras el segundo es un registro que se basa en un sistema de doble escalón donde hay un registro central a cargo de la ICLV y una serie de registros periféricos a cargo de cada participante.⁸

En la medida que el Reglamento establece las normas aplicables a la primera forma de registro (en forma total y exclusiva), y es así como la única institución de compensación y liquidación de valores en el Perú (CAVALI ICLV S.A.) lo administra, se prevé que la implementación de un sistema de registro distinto debe sujetarse a las normas que para dicho efecto dicte CONASEV.

8 En España, con el fin de ganar eficiencia y confidencialidad, se delega a las entidades adheridas el mantenimiento del registro individualizado con los datos del titular, reservándose el Servicio de Compensación y Liquidación la responsabilidad de conservar, centralizadamente, los registros que marcan la posición agregada de cada entidad adherida en relación a cada clase de valor. Ver Agustín Marquez Dorsch, Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero, N°. 36, 1991.

2. Seguridades aplicables a los valores inscritos en el registro contable

En cualquiera de los sistemas descritos en el acápite anterior, los propietarios de los valores son los titulares con derecho inscrito y las ICLV como los participantes, no pueden ejercer derecho alguno sobre los valores, o disponer de los mismos. La actuación de las referidas entidades se ciñe a las funciones establecidas en la Ley del Mercado de Valores y sus normas reglamentarias.

Del mismo modo, si fuera el caso que la ICLV entrará en disolución y liquidación, el artículo 237° de la referida ley, establece que en ningún caso, los valores inscritos en el registro contable formará parte del patrimonio en liquidación, evitando de esta manera el enriquecimiento sin causa de los acreedores con bienes que no eran de propiedad de la ICLV.

De otro lado, si bien el registro que administra la ICLV tiene carácter privado, éste se rige por algunos principios de registros públicos, tomando en consideración que los mismos se desprenden de la Ley del Mercado de Valores y del Código Civil, este último, de aplicación supletoria a la citada ley.

Los principios registrales aplicables a los valores inscritos en el registro contable son los siguientes:

- a) Rogación, que implica que las inscripciones no se pueden realizar por la propia
- b) voluntad de la ICLV, siempre proceden a solicitud de parte.
- b) Prioridad, según el cual se debe efectuar las inscripciones en el registro según el orden de presentación.
- c) Tracto sucesivo, según el cual la inscripción de la transmisión, constitución, modificación o extinción de los derechos reales sobre los valores anotados en cuenta, así como el ejercicio por el titular de tales derechos requiere la previa inscripción en el registro contable a favor del transmitente, disponente o titular, respectivamente.
- d) Buena fe registral, según el cual el que adquiere valores de buena fe de quien aparezca inscrito en el registro contable es reconocido como legítimo propietario.

Otra de las seguridades que debemos destacar es el deber de reserva de la ICLV respecto a la información contenida en sus registros, de

modo que solo pueden proporcionar información a los participantes en cuya cuenta matriz se encuentran los valores, a los titulares o quienes tengan legítimo derecho.

Asimismo, la inscripción de los valores en dicho registro otorga seguridad a los titulares de los valores, en la medida que la información contenida en él prevalece respecto de cualquier otra información contenida en la matrícula u otro registro.

3. Decisión de representar los valores

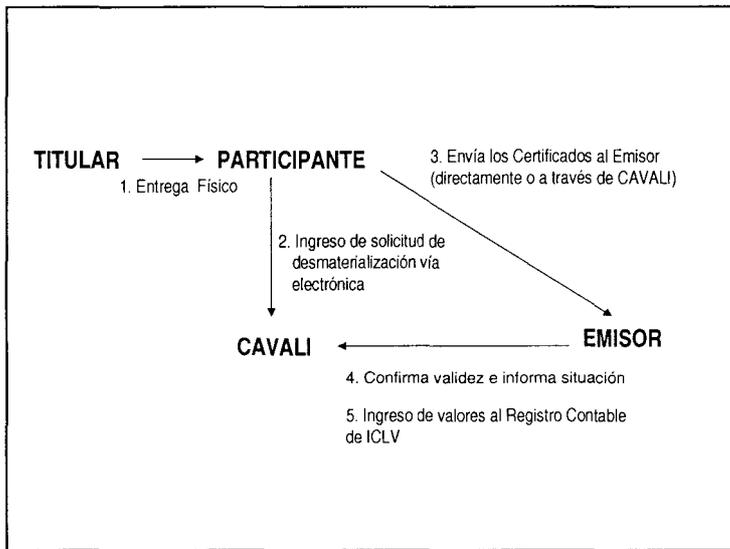
La forma de representación de los valores, sea mediante títulos físicos o anotaciones en cuenta, es una decisión voluntaria del emisor y constituye una condición de la emisión susceptible de modificación. En el caso, que opte por lo segundo, es necesario que contrate con una ICLV adjuntando la documentación correspondiente, tales como: el acuerdo del emisor adoptado según los requisitos establecidos en los estatutos, contrato de emisión u otro instrumento legal equivalente.

Sin embargo ocurre que para la inscripción de los valores en rueda de bolsa se exige al emisor la suscripción del referido contrato, a pesar que sus valores estén representados mediante títulos físicos, debido a la posibilidad de que los titulares de los valores deseen negociar en rueda de bolsa, toda vez que, de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, para que un valor se negocie en dicho mecanismo debe ser previamente desmaterializado.

Éste será el único supuesto donde existan emisiones, series o clases parcialmente desmaterializadas, ya que la legislación prevé que la forma de representación, por decisión del emisor, comprenda a la totalidad de los valores integrantes de una misma serie, clase o emisión, sea que se trate de nuevos valores o de valores existentes (si una emisión está comprendida por clases, la obligación recae sobre cada una de las clases, del mismo modo en el caso que una clase esté comprendida por distintas series, la obligación recae sobre cada una de las series).

El titular también puede solicitar la materialización de sus valores anotados en cuenta, siempre y cuando la emisión, serie o clase, de acuerdo a su estatuto, contrato de emisión o instrumento legal equivalente, estuviera representada por títulos físicos.

El procedimiento para que los titulares de certificados físicos negocien sus valores⁹ en rueda de bolsa es el siguiente:



1. El titular se acerca a un participante de la ICLV para solicitar la desmaterialización de su certificado físico.
2. El participante registra la decisión del titular ingresando los datos del mismo al sistema de la ICLV.
3. El participante envía el certificado físico para la confirmación directamente al emisor o la ICLV quien lo remite al emisor.
4. Los emisores esperan recibir los títulos remitidos por el participante o la ICLV, para dar conformidad sobre la autenticidad del título o para rechazarlo de no estar conforme, asimismo informan sobre el estado de los valores a ser desmaterializados, procediendo simultáneamente a la anulación del respectivo certificado.
5. El valor ingresa al registro contable de la ICLV y es a partir de este momento que el valor está representado mediante anotación en cuenta. Luego de ello, el titular de los valores puede negociar en rueda de bolsa.

⁹ Se pueden representar mediante anotaciones en cuenta no sólo los valores mobiliarios tradicionales (acciones y obligaciones) sino también cualquier tipo de valor mobiliario.

Vemos pues, que el valor se considera desmaterializado una vez que ha sido inscrito en el registro contable de una ICLV¹⁰, y para este efecto el emisor previamente ha firmado un contrato con la respectiva institución sometiéndose a una serie de obligaciones, tales como, información de cargas y gravámenes que afecten a los valores, conciliación de información con la del registro contable, comunicación de la información que disponga respecto de la identidad de sus accionistas o titulares de valores, entre otros.

Ahora bien, el hecho que los valores estén inscritos en el registro contable no significa en modo alguno que se libere al emisor de la obligación de llevar la matrícula de sus valores ya que éste debe cumplir con sus obligaciones de información a CONASEV, la respectiva ICLV, titulares y a quienes corresponda, de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, Ley General de Sociedades y demás disposiciones aplicables. De este modo, la ICLV informa permanentemente al emisor de las transferencias realizadas, constituyendo el registro contable un instrumento del emisor para el registro de sus valores.

4. Fungibilidad

La fungibilidad es una característica inherente al sistema de compensación y liquidación y pretende que las cuentas en el registro contable no estén individualizadas para cada derecho anotado, sino para la cantidad determinada de los bienes fungibles pertenecientes a cada titular «sin referencia que identifique cada uno de los valores», esto facilita la compensación y liquidación de los valores, así como simplifica la propia gestión de los registros contables.

Es decir, los valores correspondientes a una serie, clase o emisión que son inscritos en el registro contable de una ICLV no están numerados, a diferencia de los valores representados mediante títulos físicos donde son identificados con su numeración individual.

¹⁰ Los valores existen como tales sin la necesidad de la inscripción en el registro contable, es decir, los valores existen desde que la sociedad acuerda su creación dado que la inscripción en el registro contable de una ICLV equivale a la impresión y entrega de los títulos físicos a sus titulares, en los casos que los emisores hayan optado por esta forma de representación.

Al respecto, el artículo 62° del Reglamento establece que una vez inscritos los valores correspondientes a una misma clase, serie o emisión se consideran fungibles, de modo que quien aparezca como titular de un valor en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin identificar individualmente los valores, y dejarán de ser fungibles los valores que hayan sido objeto de inscripción de alguna carga o gravamen. En consecuencia, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos y no de unos valores concretos de la emisión identificados mediante numeración alguna.

A diferencia de los depósitos bancarios donde el banco pasa a ser propietario del depósito y los ahorristas acreedores del banco, en la inscripción de valores en el registro contable de una ICLV, cada titular seguirá siendo propietario de los mismos y podría reivindicar los valores entregados, o exigirle a la ICLV la restitución de los valores inscritos. En este sentido, la fungibilidad no excluye que los valores puedan identificarse materialmente.

5. Transferencia de propiedad de los valores representados mediante anotaciones en cuenta

Para explicar el régimen de los valores representados mediante anotaciones en cuenta conviene partir del denominado «principio de equivalencia» de los efectos que producen los actos materiales tradicionales sobre los títulos-valores respecto de ciertas operaciones informáticas sobre los valores anotados en cuenta.¹¹

En este sentido, mientras las transmisiones de la propiedad de los valores representados por título físico se produce mediante la tradición o entrega del documento, este mismo efecto se logra con los valores representados por anotaciones mediante la transferencia contable. Es decir, la inscripción de la transmisión a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos físicos. La misma lógica se utiliza respecto a la constitución de los derechos reales, en especial la prenda, que en el caso de los valores representados por título-

¹¹ Alberto Tapia Hermida, «Derecho del Mercado de Valores». Impreso en España, p. 51.

los físicos opera a través del desplazamiento posesorio, mientras que en los valores anotados en cuenta, se produce mediante la inscripción informática del gravamen.

El artículo 213º de la Ley del Mercado de Valores recoge el esquema mantenido en el Código Civil de la teoría del título y el modo; si bien respecto al primero nada dice, aunque evidentemente resulta necesario un acto o negocio causal de la transmisión, con respecto al modo establece la tradición, el mismo que tiene lugar por transferencia contable, produciendo la inscripción de la transmisión a favor del adquirente los mismos efectos que la tradición de títulos (equiparación legal de efectos entre la inscripción contable y la tradición de títulos). Efectuada la inscripción, se produce la adquisición de la propiedad y, es precisamente desde ese momento, que la transmisión o, dicho de otro modo, la adquisición es oponible a terceros.

6. Certificados de acreditación

El certificado de acreditación es un documento que sirve para acreditar la legitimación de los derechos inscritos en el registro contable. Es expedido por una ICLV a solicitud del titular de los valores.

Con este mecanismo se pretende acreditar, justamente, la «legitimación» contable, de la que se presume luego la titularidad. En consecuencia, los certificados son expedidos «de conformidad» con los asientos del registro, que son los que determinará en cada caso su contenido. Se certifica, pues, la legitimación a que se refiere la solicitud del titular inscrito, pero necesariamente en los términos y con la extensión en que aparezca contablemente registrada.¹²

El certificado también sirve como prueba para iniciar las acciones cambiarias correspondientes, es decir, los certificados de acreditación tienen mérito ejecutivo¹³, no obstante, no constituyen título valor, siendo nulo todo acto de disposición del mismo.

12 Daniel Espina: «Las anotaciones en cuenta, un nuevo medio de representación de derechos», Editorial CIVITAS S.A., España, p 633.

13 El artículo 18º de la Ley de Títulos Valores, Ley Nº 27287, establece que el mérito ejecutivo respecto a los valores con representación por anotación en cuenta, recae en la constancia de inscripción y titularidad que expida la respectiva ICLV.

Esta figura se encuentra regulada en el artículo 216° de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 60° del Reglamento, estableciéndose de modo expreso que no podrá expedirse más de un certificado para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos. En el certificado constará como mínimo los datos del titular, el fin que determinó su expedición y su plazo de vigencia.

Una vez expedido el certificado, se prohíbe a la ICLV y a los miembros de los mercados de valores, efectuar transferencias o gravámenes, así como las correspondientes inscripciones en tanto esté vigente el certificado. Esta prohibición está dirigida a fin de que la persona que acredite su titularidad muestre la situación actual de los valores, brindando seguridad a terceros interesados en conocerla. Por tal motivo, considerando que la expedición de los mismos limita la venta y cualquier inscripción sobre los valores, el Reglamento concede un plazo de vigencia máximo de tres (3) días.

IV. Reflexiones finales

Los temas tratados constituyen los aspectos más destacados, a nuestro juicio, del sistema de anotaciones en cuenta que nuestra Ley del Mercado de Valores y sus normas reglamentarias han regulado.

En cuanto a la inscripción de los valores en el registro contable de una ICLV es preciso destacar que tiene una serie de ventajas para su negociación en mecanismos centralizados, toda vez que se eliminan los riesgos de deterioro, destrucción, extravío, robo de los valores, negociación de títulos falsificados, así como agiliza la transferencia de los valores y el reparto de beneficios a través de la ICLV.

Finalmente, el sistema de anotaciones en cuenta está tomando protagonismo cada vez más en el mercado de valores, al ser obligatoria la negociación de valores representados mediante anotaciones en cuenta en rueda de bolsa, la misma que se debería extenderse para la inscripción de los valores en dicho mecanismo, de allí la importancia que en su regulación se den una serie de medidas dirigidas a dar seguridad al tráfico mercantil, tales como la aplicación de los principios registrales, el deber de reserva y la prevalencia de lo contenido en el registro contable.