

---

# Los Valores Mobiliarios

GERARDO SERRA PUENTE-ARNAO

Abogado Asociado al Estudio

Rey & de los Ríos - Abogados

## 1. INTRODUCCIÓN

En la mayoría de las legislaciones partícipes de una teoría unitaria de los títulos valores (o de un "régimen jurídico general del título valor"), como Alemania o Suiza o la nuestra, el concepto de valor mobiliario se integra al interior de la categoría general de título valor, dándose una relación especie - género. Sin embargo, a nuestro juicio, en países donde no existe tal régimen, como en Francia o España, sus ordenamientos jurídicos resaltan con mayor nitidez las características típicas de los valores mobiliarios como resultado de su contraposición con los efectos de comercio.<sup>1</sup> Por ello incidiremos, aunque sólo sea brevemente, en la legislación francesa y, principalmente, española.

## 2. CONCEPTOS PREVIOS

Para Francisco Fernández Flores los valores mobiliarios se integran de tres conceptos básicos:<sup>2</sup> a) Se trata de unidades de situación jurídica de socio o acreedor; b) Reconocen en cada acto de creación un origen común e igualitario objetivando los derechos y obligaciones que de ellos derivan; c) Pueden ser transmitidos tanto por los medios del derecho común, como por los específicamente mercantiles.

Por otra parte, Philomino Joaquín Da Costa construye el concepto de valor mobiliario sobre la base de su

diferenciación con los efectos de comercio. Al respecto, señala que estos últimos son papeles creados por el comercio para facilitar y agilizar la realización de sus operaciones; mientras que los valores mobiliarios son títulos esencialmente societarios, creados para cubrir las necesidades de financiación de las sociedades.<sup>3</sup>

Igualmente, Ferri diferencia a los valores mobiliarios de los títulos individuales, estableciendo que los primeros son títulos de masa con la función económica de ser instrumentos de disociación de la propiedad; mientras que los segundos tienen como función la de ser instrumentos de movilización del crédito.<sup>4</sup>

Finalmente, Araya considera que el término "valor mobiliario" sería en buena cuenta, una acentuación del carácter de bien mueble respecto a los otros títulos valores por cuanto la transferencia de un valor mobiliario tiende a "calificar como la venta de una res".<sup>5</sup>

## 3. MODELOS DE REGULACIÓN DE LOS VALORES MOBILIARIOS

### 3.1. *Securities* (Estados Unidos), *valori mobiliari* (Italia)

El primer modelo está representado por el sistema de los *securities* del derecho norteamericano. Este modelo puede ser calificado como abierto o de la

---

<sup>1</sup> Los efectos de comercio vendrían a ser similares a nuestros típicos o tradicionales títulos valores de los cuales se ocupa expresamente la Ley de Títulos Valores, Ley No. 16587, (letra de cambio, etc.), que carecen generalmente de una causa financiera y que no son emitidos en masa sino librados individualmente.

<sup>2</sup> Fernández Flores, Francisco. *Inversiones Extranjeras y Valores Mobiliarios*. Madrid, Altamira, 1980, p. 59.

<sup>3</sup> Araya, Celestino. *Títulos Circulatorios*. Buenos Aires, Ed. Astrea, 1989, p. 173.

<sup>4</sup> Araya, op. cit., p. 167.

<sup>5</sup> Araya, op. cit., p. 167.

autorregulación, pues se “caracteriza, básicamente, por conferir a los particulares la facultad de crear nuevos valores mobiliarios”. Éstos quedarán sometidos en cualquier caso a las normas de supervisión y transparencia de los mercados de valores siempre que se verifiquen en ellos las notas definitorias de los denominados “contratos de inversión”. La nota particular de este sistema calificado como abierto es la escasa tipificación de los valores mobiliarios, de modo que puede crearse nuevas figuras atípicas. A este modelo se acoge el sistema italiano según el concepto de los *valori mobiliari*.<sup>6</sup>

En Estados Unidos los *securities* se encuentran referidos a títulos negociables en el mercado, especialmente ligados a inversiones de mediano o largo plazo. Se incluyen en este concepto: a) Obligaciones en sus diversas categorías, b) Acciones en sus distintas clases y denominaciones, c) Títulos que incorporan derechos de participación, en yacimientos de petróleo, gas o en otras fuentes de recursos naturales, d) Certificados de deuda emitidos por sociedades u otras entidades públicas o privadas, e) Certificados de participación en los beneficios emitidos sobre la base de acuerdos, convenios, consorcios u otras figuras asociativas con fines de lucro, f) Certificados de suscripción de acciones, g) Certificados de depósito de cualquier título considerado *security*, h) Certificados de inversión, i) Títulos que facultan a optar por la adquisición, a un precio determinado de ciertos títulos valores.<sup>7</sup>

### 3.2. Valeurs mobilières (Francia)

El segundo modelo está representado por el modelo franco-belga y es también, como el anterior, un sistema abierto, en cuanto se atribuye a los particulares la creación de valores mobiliarios.

Sin embargo, su particularidad reside en la “preocupación de dotar de seguridad jurídica a los inversores

a través del desarrollo de la política legislativa tipificadora de las diferentes clases de valores mobiliarios. En esta dirección, el modelo *valeur mobilière*, a diferencia del modelo *security*, dota a los diferentes valores de tipicidad mediante la asignación de denominaciones típicas y la definición de un régimen jurídico concreto que determine las características propias de los mismos y la posición de emisores e inversores. De este modo, no queda excluida la facultad de los particulares de desarrollar nuevas fórmulas de captación de financiación a través de esta técnica; pero el elemental interés de los inversores en obtener una seguridad jurídica respecto al objeto en el que se materializan sus inversiones suele quedar protegido a través de la dotación de tipicidad a las nuevas fórmulas que puedan surgir vía autonomía privada”.<sup>8</sup>

«... el modelo *valeur mobilière*, a diferencia del modelo *security*, dota los diferentes valores de tipicidad (...) que determine las características propias de los mismos y la posición de emisores e inversores.»

En este sistema, el concepto “*valeurs mobilières*” se encuentra en contraposición con el concepto de “*effets de commerce*”, conforme anotamos a inicios del presente trabajo. Los primeros aluden a títulos negociables que representan derechos de socio o préstamos a largo plazo,

normalmente títulos de bolsa. Y los segundos, se encuentran referidos a títulos de créditos a corto plazo. Asimismo, pueden considerarse otras diferencias:<sup>9</sup>

- a) En la forma de emisión. Los valores mobiliarios se emiten en serie, fracciones iguales, distinguiéndose los de la misma serie por el número. Los efectos, se emiten individualmente, por determinada operación y cada uno por su propio valor.
- b) En la responsabilidad del que transfiere. El que negocia una acción o una obligación sólo se obliga a entregar al cesionario un título de crédito contra el emitente, él no garantiza la solvencia de la entidad emisora. En cambio, el que libra un efecto de comercio (una letra de cambio) compromete su responsabilidad total.

<sup>6</sup> Alonso Espinosa, Francisco José. Mercado Primario de Valores Negociables. Barcelona, José María Bosh Editor, 1994, p. 175.

<sup>7</sup> Araya, op. cit., p. 169.

<sup>8</sup> Alonso Espinosa, op. cit., p. 177.

<sup>9</sup> Araya, op. cit., p. 165.

En Bélgica los valores mobiliarios son emitidos o por una sociedad anónima o por una comandita por acciones, incluyéndose en esta categoría a: las acciones, los derechos de suscripción, las obligaciones, los certificados de fondos de inversión, los certificados de títulos nominativos extranjeros y otros.

### 3.3. Valor Mobiliario y Valor Negociable(España)

El derecho positivo español recoge tanto el término “valor mobiliario” como el de “valor negociable”. La Ley de Sociedades Anónimas, Real Decreto Legislativo No. 1564/1989 recoge la expresión “valor mobiliario” (art. 51); mientras que la Ley de Mercado de Valores Española de 1988 como el Real Decreto No. 291/1992 de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, acoge el último de los términos nombrados.

Pasemos primero a explicar el concepto de valor mobiliario, para luego abordar el tema de los valores negociables.

#### 3.3.1. Valor Mobiliario

Para Alonso Espinosa, la naturaleza jurídica de la institución de los valores mobiliarios “es el producto de la fusión de dos facetas o aspectos igualmente esenciales e interdependientes entre sí (...). La primera faceta en la caracterización de los valores mobiliarios tiende a su aspecto substancial. De acuerdo con él, el valor mobiliario es una posición jurídica patrimonial, un conjunto de derechos y obligaciones, que responde a una causa de financiación/inversión. La segunda faceta es de carácter formal. De acuerdo con ella, el valor mobiliario es, al tiempo, la fórmula de documentación y el presupuesto inmediato para la transmisión de esa posición jurídica según regímenes traslativos especiales”.<sup>10</sup>

Desde una posición jurídico patrimonial los valores mobiliarios se integran de tres notas configurativas:

- a) Los derechos y obligaciones que suponen se hallan permanentemente conectados al contenido y vicisitudes a la causa o negocio jurídico que les da origen. Se trata, por tanto, de posiciones jurídicas causales.<sup>11</sup>
- b) Necesidad intrínseca que el negocio jurídico que les da origen no sea otro que un negocio jurídico de carácter financiero y de inversión de dinero.

El contenido obligacional del negocio jurídico dependerá de si los medios financieros invertidos son a título de crédito, caso en el cual el emisor recibirá “recursos ajenos” y el inversionista será un obligacionista o similar; o si los medios financieros son aportados al capital del emisor en cuyo caso éste recibirá “recursos propios” y el inversionista tendrá la calidad de socio. Estos son básicamente los dos negocios sobre los cuales se han construido el resto de instrumentos financieros asimilables al negocio de financiación/inversión.

En el primero de los supuestos estamos ante una emisión de valores representativos de deuda como los bonos o los instrumentos de corto plazo y demás valores asimilables; mientras que en el segundo caso puede comprenderse tanto a las acciones, con o sin derecho a voto, como extensivamente a otros valores asimilables (por ejemplo, los certificados de participación de los fondos mutuos de inversión en valores).

- c) Los valores mobiliarios nacen plurales, existiendo una homogeneidad substancial entre las posiciones jurídicas derivadas de la misma operación financiera que los originó, lo que lleva como presupuesto la inte-

---

<sup>10</sup> Alonso Espinosa, op. cit., p. 118.

<sup>11</sup> Ello significa que la “la suscripción o la adquisición de valores mobiliarios no provocan el (...) nacimiento de obligaciones distintas a las causalmente configuradas por el emisor (como en los títulos valores abstractos) (...); esas hipotéticas obligaciones causales no quedan en suspenso en tanto permanecen vivas las obligaciones cartulares (...) sino que la obligación fundamental se confunde con la obligación documentada de forma que el valor cumple una doble función: documentarla y dotarla, al mismo tiempo, de autonomía circulatoria en el sentido de excluir, a priori, como exigencia del interés seguridad inherente a la posición del inversor, cualquier responsabilidad “de regreso” imputable a éste. Alonso Espinosa, op. cit., p. 136. Los paréntesis son nuestros. Un ejemplo del interés de la ley de excluir al inversionista de cualquier responsabilidad “de regreso”, cuando ha transferido un valor mobiliario, que lo libere de ser demandado por el pago, dejando como único responsable al emisor, es el art. 98 de nuestra Ley de Mercado de Valores (LMV), Decreto Legislativo No. 861. En esta norma se establece que “en caso de endosos de los pagarés y las letras de cambio objeto de oferta pública, no existe responsabilidad para el endosante”.

gración de los valores en una única emisión-suscripción que, sin embargo, no los lleva a perder su autonomía jurídica.<sup>12 13</sup>

Sobre la base de estas notas distintivas intrínsecas de los valores mobiliarios, Alonso Espinosa pasa a diferenciarlos respecto de los efectos de comercio: la diferencia esencial radica en que éstos últimos nacen aisladamente y no en virtud de una operación de financiación en masa con fraccionamiento en partes de la cuantía total pretendida y mediante documentación de valores mobiliarios de las posiciones jurídicas surgidas (ausencia de causa financiera). En este orden de ideas, los efectos de comercio carecen de la homogeneidad substancial de las posiciones jurídicas representadas y multiplicidad y fungibilidad de las mismas, lo que implica, complementariamente, la ausencia de los dos presupuestos básicos para la formación de un mercado que tuviese como objeto aquellas posiciones.<sup>14</sup>

Con relación a la faceta formal de los valores mobiliarios, éstos pueden tomar la forma de títulos y por tanto, estaremos ante un sistema de documentación cartular, es decir, propia de los tradicionales títulos valores, y se sujetará a la ley de circulación del título según sea al portador, a la orden (endosables) o nominativo. Pero también pueden estar representados por anotaciones en cuenta en cuyo caso la transmisión operará mediante un sistema de documentación informática.

*«... los valores mobiliarios serían, además, “negociables” cuando hayan de acogerse a las normas de los mercados primarios y secundarios de valores.»*

### 3.3.2. Valor negociable (Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo)

Para un sector de la doctrina española, entre los que destaca el maestro Sánchez Calero, los términos “valor negociable” y “valor mobiliario” responden a conceptos idénticos por lo que no habría la necesidad de distinguirlos.<sup>15</sup> Sin embargo, para un sector mayoritario de la doctrina española, la Ley de Mercado de Valores de 1988 con la expresión “valor negociable”, se supera a la de “valor mobiliario”, concepto que quedaría limitado a aludir a una simple posición jurídica patrimonial de socio u obligacionista sin que necesariamente incorpore la nota de negociabilidad. Esta nota, que hace referencia a “algo más que la mera transmisibilidad”,<sup>16</sup> sería la característica intrínseca del nuevo concepto elaborado por la ley española.

En este sentido Alonso Espinosa manifiesta que el valor mobiliario “devendrá en negociable cuando la posición jurídica incorporada - el valor - sea efectivamente líquida debido a la admisión de la emisión de la que forma parte a la cotización en un mercado secundario organizado, así como cuando dicha emisión sea objeto, en todo o en parte, de una oferta pública de suscripción o de venta”. Es decir, los valores mobiliarios serían, además, “negociables” cuando hayan de acogerse a las normas de los mercados primarios y secundarios de valores.

Es decir, los valores mobiliarios serían, además, “negociables” cuando hayan de acogerse a las normas de los mercados primarios y secundarios de valores.

<sup>12</sup> La homogeneidad de los valores mobiliarios no necesariamente significa identidad o fungibilidad. Alberto Tapia Hermida señala que homogeneidad implica para el derecho español lo siguiente: a) Formar parte de una misma operación financiera; b) Responder a una unidad de propósito (es lo que se conoce con el nombre de unidad de “impulso emisor”); e) Igualdad en su naturaleza y régimen de transmisión; d) Atribuir a sus titulares un contenido substancialmente similar en derechos y obligaciones (lo cual permite que se otorguen derechos y obligaciones diferenciados en aspectos no esenciales lo que representa una “heterogeneidad accesoria” referida a diferencias en el importe unitario; diferencias cronológicas de puesta en circulación, entrega material, fijación de precios; diferentes procedimientos de colocación, etc). Abella Santamaría, Jaime y otros. Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores. Madrid, Editorial de Derecho Reunidos S.A., 1995, p. 80 y sgtes.

<sup>13</sup> La autonomía significa que “cada valor es una posición jurídica diferenciada de inversor, de acuerdo con el contenido esencial determinado por la causa típica de la operación formalmente colectiva de financiación de la que deriva y según las particulares condiciones contractuales de la misma. En consecuencia, en el seno de una misma emisión, existirán, en potencia, tantas posiciones jurídicas como valores deriven del cociente (valor nominal en el caso de las acciones y, también, de las obligaciones...) por el que se divide la cuantía global de la suma de financiación/inversión ofertada por el emisor y aceptada por los inversores(...)”. Alonso Espinosa, op. cit., p. 149.

<sup>14</sup> Alonso Espinosa, op. cit., pp. 171 y sgtes.

<sup>15</sup> Con relación a ello, puede verse la larga argumentación que realiza el citado autor en este sentido Abella Santamaría y otros, op. cit., pp. 36 y sgtes.

<sup>16</sup> Espina, Daniel. Las Anotaciones en Cuenta. Madrid, Editorial Civitas S.A., p. 199. Alonso Espinosa, llama a la negociabilidad “una especie cualificada de transmisión” (op. cit., p. 164).

Por otra parte, Cachón Blanco entiende que la negociabilidad debe entenderse como susceptibilidad de negociación, la que implica cuatro notas:<sup>17</sup>

- Negociación a través de un mercado: es decir, existencia de un mecanismo determinado y organizado de concentración de ofertas y demandas: concentración física, informatizada o de otro tipo. El presupuesto de esta organización y que sirve de diferenciación con otros mercados es la fungibilidad del valor negociado o indiferencia real.
- Negociación generalizada: existencia de un mecanismo de mercado que permite un volumen consistente y continuo de negociaciones del citado valor.
- Negociación impersonal o indiferencia personal: las características personales de los sujetos contratantes no son relevantes: ello se produce a través de la intervención de intermediarios cualificados que asumen el riesgo propio de las transacciones (no-pago del precio del cliente, no entrega de los valores).
- Mercado de índole financiero: no basta con un mercado organizado, sino que ha de tener carácter financiero, es decir, el mercado debe cumplir, directa o indirectamente, una función de financiación o de canalización de recursos económicos desde el ahorro a la inversión.

De lo expuesto se deriva que aquellos valores privados de la categoría de la negociabilidad a consecuencia del régimen contractual de su emisión como, por ejemplo, las acciones con restricciones estatutarias a su libre transmisibilidad, no serían obviamente valo-

res negociables, sino simplemente valores mobiliarios. Alonso Espinosa los llama "valores mobiliarios simples", y a los valores mobiliarios que incorporan la nota de negociabilidad los llama "valores mobiliarios negociables"<sup>18</sup>.

### 3.3.3. Atipicidad o tipicidad en el derecho español de los valores negociables

Con relación a la naturaleza del modelo español de los valores mobiliarios, Alonso Espinosa, lo considera un modelo de atipicidad vigilada o supervisada en el ámbito de las emisiones de oferta pública.<sup>19 20</sup> En este mismo sentido, Cachón Blanco considera que la atipicidad debe ser aceptada en el derecho español, pero siempre que:

- a) Se trate de valores "nuevos", en el sentido, que no sea de aplicación un régimen legal definido;
- b) Cuando no se contravengan normas jurídicas de aplicación general (por ejemplo, la creación de acciones con un interés fijo); y,
- c) El emisor justifique la admisibilidad en cuanto al régimen jurídico de los valores atípicos en el folleto de emisión.

En este contexto, el ordenamiento español admite la atipicidad de valores mobiliarios, entendida como atribución a los particulares de inventar nuevos instrumentos financieros, observando el marco normativo general vigente aplicable a ellos; el cual será objeto de un específico control de legalidad por parte de la Comisión Nacional de Valores española.<sup>21</sup>

## 4. VALOR MOBILIARIO EN EL PERÚ

El propósito de este punto es efectuar algunas consideraciones de interés en relación a dos temas que

---

<sup>17</sup> Cachón Blanco, José Enrique. Análisis Comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto de 27 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. En Revista de Derecho Mercantil, No. 222, octubre-diciembre de 1996, Madrid, p. 1202 y sgtes..

<sup>18</sup> Alonso Espinosa, op. cit., p. 167.

<sup>19</sup> Alonso Espinosa, op. cit., p. 173.

<sup>20</sup> Cabe anotar que la atipicidad es diferente de la anarquía. Al respecto, Alonso Espinosa señala que "la generación anárquica de valores es, en contraste con el proceso de diversificación, un fenómeno de proliferación de valores nuevos sin previa cobertura legal expresa que defina su régimen jurídico, o bien sin la existencia de una norma que reconozca a los particulares la facultad de crear nuevos valores negociables y, por tanto, legitime esa actividad. Si esa norma se diera en efecto, o bien existieran elementos interpretativos sólidos para poder derivarla del contexto del Ordenamiento, estaríamos ante un fenómeno de atipicidad, no de anarquía" (Alonso Espinosa, op. cit., p. 195). Un caso de generación anárquica en España lo constituyen los llamados "activos financieros", como los pagarés de empresa, "producto de una unión adulterina entre las obligaciones y el pagaré a la orden o al portador" (Alonso Espinosa, op. cit., pp. 196-197).

<sup>21</sup> Alonso Espinosa, op. cit., p. 118.

nos parecen de fundamental importancia para comprender la institución que aquí tratamos: el primero se refiere al concepto de valor mobiliario en el derecho positivo peruano y el segundo persigue responder el interrogante de si el ordenamiento jurídico nacional admite o no la atipicidad de los valores mobiliarios. Para ambos temas nos serviremos de los conceptos ya expuestos en los puntos precedentes. Posteriormente, para finalizar, haremos una breve referencia al tratamiento que el Proyecto de Ley de Títulos Valores publicado el 3 de noviembre de 1999 dispensa a los valores mobiliarios con relación a los temas aquí expuestos.

#### 4.1. Concepto de Valor Mobiliario

El art. 3 de la Ley de Mercado de Valores (LMV), Decreto Legislativo No. 861, establece que 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. Asimismo, el art. 80 de la misma norma establece que los valores pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos, independientemente que se trate de valores objeto de oferta pública o privada. Estas dos disposiciones contienen los siguientes elementos configurativos:

- a) Se trata de valores libremente negociables;
- b) Se trata de valores emitidos en forma masiva;
- c) Se trata de valores que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor; y,
- d) Atendiendo a su aspecto formal, pueden representarse tanto mediante títulos como por anotaciones en cuenta.

De las características antes expuestas conviene resaltar dos: la negociabilidad y la emisión masiva. Sobre ellas pasaremos a realizar algunas consideraciones o precisiones adicionales.

Con relación a qué debe entenderse por valores "libremente negociables", expresión que recoge la LMV, diremos que ella, a nuestro juicio, debe entenderse en

forma semejante a como la mayoritaria doctrina española entiende la nota de negociabilidad para el caso de los valores negociables, antes explicada. Es decir, como un concepto que hace referencia a algo más que la simple circulación o la mera transmisibilidad, propio de los títulos valores tradicionales como la letra de cambio o el cheque. Por tanto, el destino natural de nuestros valores mobiliarios es su negociación en un mercado de índole financiero dotado de las notas de impersonalidad y generalización, como son los mercados primarios y secundarios de valores.

De ello se deriva, por otra parte, que las acciones de las sociedades anónimas cerradas no serían en estricto valores mobiliarios pues al no estar destinadas a negociarse en un mercado de valores, carecen de la nota de negociabilidad. En este orden de ideas, serían valores mobiliarios en el Perú, en estricto sensu, los que gozan de todas las características de tales y que tienen como destino natural los mercados de valores; y valores mobiliarios, en sentido lato o amplio, aquéllos en los que queda excluida la nota de negociabilidad debido a cualquier causa que restrinja su libre transmisibilidad; pero que si constituyen posiciones jurídicas patrimoniales que responden a una causa financiación/inversión.

Con relación a la emisión masiva cabe sostener que ella alude ineludiblemente a una pluralidad de posiciones jurídicas patrimoniales, característica que tiene que ver con la integración de los valores en una única emisión-suscripción; nota que los diferencia nítidamente de los títulos valores que cumplen las funciones de los efectos de comercio (de la legislación francesa o española), como la letra de cambio o el pagaré, que nacen aisladamente.

A nuestro juicio, las características expresamente señaladas en la LMV referidas a la negociabilidad, como a la emisión masiva, lo que indica que nuestros valores mobiliarios tienen como destino natural su incorporación en un mercado primario o secundario de valores, bastaría para considerar que éstos son posiciones jurídicas patrimoniales homogéneas; pues ello es condición para la formación de tal mercado.

Sin embargo, el literal b) del art. 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (ROPP), aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10 (art. 1) publicada el

21 de octubre de 1998, establece que se entiende por emisión masiva de valores mobiliarios "tanto a la emisión que se efectúa en forma simultánea, como a la que se efectúa de manera sucesiva en un período determinado de tiempo, de un número de valores, homogéneos o no entre sí". Asimismo, considera que "la emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea, o sucesiva en un período de un (1) año, no constituye emisión masiva". Lo que quiere decir, entonces, que once (11) "valores" emitidos de modo individualizado a lo largo de un año constituye emisión masiva de valores mobiliarios para la norma reglamentaria citada.

Con estas disposiciones reglamentarias, tenemos que el concepto de valor mobiliario que se construye no guarda semejanza ni con la doctrina más autorizada, ni con las legislaciones extranjeras comentadas; pues se reconoce la posibilidad que los valores mobiliarios nazcan individualizados y no necesariamente en plural. Tampoco, guarda sintonía con nuestra propia doctrina y legislación que, según entendemos, siempre consideró a los valores mobiliarios como parte de un todo, como parte de una emisión; es decir, en plural y no en singular.

Y por qué no debe admitirse la creación individualizada y no homogénea de valores mobiliarios?

Por la sencilla razón, insistimos, que los valores mobiliarios están destinados a negociarse en un mercado que tiene como presupuesto esencial una multiplicidad de valores homogéneos y que de no darse esta condición difícilmente podría formarse tal mercado. Así la formación de un mercado organizado, como la Rueda de Bolsa que opera en la Bolsa de Valores de Lima, supone la existencia de valores que representan una pluralidad de tales y que son posiciones jurídicas patrimoniales homogéneas. Por ejemplo, las acciones clase B o C de Telefónica SAA, las acciones Backus A o B, son cada una de estas clases de acciones una posición jurídica patrimonial homogénea.

En lo demás, el concepto de homogeneidad que recoge nuestra legislación es semejante al concepto español de homogeneidad substancial pues no significa fungibilidad, admitiéndose la heterogeneidad accesoria.<sup>22</sup>

### 4.2. Modelo de Regulación

Definidas las características esenciales de los valores mobiliarios, cabe preguntarnos si nuestro derecho positivo confiere a los propios agentes privados la facultad de crear valores mobiliarios atípicos (*numerus apertus*) o estamos ante un sistema cerrado (*numerus clausus*), en el cual los valores son creados únicamente por una norma con rango de ley o aun por una norma de menor jerarquía.

Como hemos referido, en Estados Unidos, Francia y España se confiere a los particulares la facultad de crear valores mobiliarios dentro de determinados parámetros.

La LMV no aborda el tema, pero si lo hace el Manual para el cumplimiento de requisitos

aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución Gerencia General N° 211-98-EF/94.11 publicada el 24 de diciembre de 1998. Esta norma se pone en el supuesto de una emisión de valores atípicos. Al respecto, se señala expresamente que "en los casos de valores no contemplados de manera expresa en la legislación, emitidos a partir de acto unilateral o contrato en virtud de la autonomía de la voluntad, se deberá presentar un informe de un estudio jurídico de reconocido prestigio respecto a que su emisión no contraviene disposiciones imperativas" (Sección Segunda - I, C, 1, a, e).

En base a esta norma puede decirse que nuestro ordenamiento legal actual se ajusta a un sistema abierto de valores mobiliarios (*numerus apertus*) y acepta la creación atípica de éstos por los agentes particulares, dentro de los parámetros o marcos teóricos propuestos por las normas de mercado correspondientes (LMV, el ROPP y el Manual, antes mencionado).

---

*«... nuestro ordenamiento legal actual se ajusta a un sistema abierto de valores mobiliarios(...) y acepta la creación atípica de éstos por los agentes particulares...»*

---

<sup>22</sup> Al respecto, véase el art. 10 del ROPP.

### 4.3. Consideraciones finales con relación al Proyecto de Ley de Títulos Valores

Para finalizar realizaremos algunas precisiones con relación al Proyecto de Ley de Títulos Valores publicado el 3 de noviembre de 1999 que nos parecen de importancia con relación a los temas aquí tratados:

- 1) En primer lugar, el proyecto mantiene una Teoría Unitaria de los títulos valores o «régimen jurídico-general del título-valor» a diferencia de otros países, como España, que no tienen tal régimen diferenciando, de un lado, a los valores mobiliarios de los efectos de comercio. En este punto es interesante resaltar que no sólo se incluyen a los valores mobiliarios en una sola categoría, la de los títulos valores; sino que se incluye en esta misma categoría a los valores representados por anotaciones en cuenta. El sustento de esto último es el reemplazo del título material por el soporte informatizado.
- 2) El concepto de valor mobiliario que acoge el Proyecto en su art. 255 en esta última versión publicada, al parecer contempla la sugerencia realizada por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) en el sentido que los valores pueden ser homogéneos o no, con el fin de armonizar la Ley a la normativa reglamentaria expedida por esta institución. Sin embargo, de ello se derivan algunas consecuencias, quizás no deseadas, sobre el concepto de valor mobiliario, conforme a lo explicado con anterioridad (punto 4.1); pues en un Proyecto anterior se establecía que “son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva, con características iguales en cuanto a los derechos y obligaciones que representan”. Si bien se habla inapropiadamente de “características iguales”, en vez de hablarse de una homogeneidad substancial, la cita prueba claramente que la idea primigenia de la Comisión fue conservar la pluralidad y la homogeneidad de las posiciones jurídicas patrimoniales surgidas de una emisión, como características intrínsecas de los valores mobiliarios.

En consecuencia, creemos que no se ha reparado que la “no homogeneidad” abre la posibilidad, como explicáramos anteriormente, a que los valores mobiliarios puedan surgir de modo individualizado de forma semejante a como se libra una letra de cambio, con lo que evidente-

mente se tergiversa el concepto de valor mobiliario a que hace referencia la doctrina más autorizada y las legislaciones a las que hemos hecho referencia.

- 3) De aprobarse el Proyecto de Ley de Títulos Valores, conservando los arts. 3 y 276.1 propuestos, nuestro ordenamiento legal, a diferencia del vigente, sí pasaría a tener indefectiblemente un modelo cerrado de valores mobiliarios (*numerus clausus*), pues los agentes deficitarios que desearan acudir al mercado de valores no podrían emitir valores no expresamente previstos en la legislación (art. 3) o autorizados a emitir por la institución competente, sea la Superintendencia de Banca y Seguro, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) o la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (art. 276.1).

En nuestra opinión, un modelo cerrado desincentiva la creación de nuevas fórmulas de financiamiento a través de la libre creación de nuevos instrumentos financieros o valores mobiliarios atípicos por parte de los agentes económicos, que tal vez sólo ellos estén en condiciones de realizar. En este caso, el proyecto actual no sólo entra en un claro conflicto con la normativa actual sobre el mercado de valores, que parece acertada con relación a este tema, sino que además se distancia de los ordenamientos legales más avanzados, como el norteamericano, francés y español.

Con relación a este tema, a nuestro juicio, debe reconocerse la función económica especial que cumplen los valores mobiliarios y en base a ello diferenciarlos del resto de títulos valores, admitiéndose la atipicidad.

En este orden de ideas, compartimos la opinión de F. Chiomenti, para quien no puede existir libertad de creación en el ámbito de los efectos de comercio o títulos valores tradicionales como letras de cambio, o cheques, ya que tales títulos se dirigen a servir las situaciones de interés individuales, de modo que la satisfacción de esos intereses particulares debe realizarse de acuerdo a las categorías previstas por la ley sin que puedan desarrollarse otras al amparo de la autonomía privada. Distinta es la situación cuando se trata de valores mobiliarios,

pues éstos cumplen una función de mercado, es decir, ser un documento negociable idóneo para movilizar eficientemente la riqueza hacia donde se requiere.

En este mismo sentido, las operaciones comerciales realizadas con efectos de comercio exigen que el ordenamiento legal garantice en su grado máximo seguridad jurídica por lo que no puede ser sino el propio ordenamiento legal quien cree títulos valores que sirvan como medio para agilizar y facilitar la realización de tales operaciones entre un universo generalizado e indeterminado de personas. En este supuesto, el rechazo a la creación de un título valor tradicional por contrato o apelando a la autonomía de la voluntad nos parece conceptualmente acertado pues estas operaciones, insistimos, exigen potenciar el más alto grado de seguridad jurídica que solamente se puede otorgar vía una norma con rango de ley, o aun una de menor jerarquía, que determine un régimen jurídico aplicable al título valor creado.

Distinto se plantea el caso cuando se trata de valores mobiliarios pues, al interés del ordenamiento jurídico de otorgar un alto nivel de seguridad jurídica en las transacciones que se realicen al interior del mercado de valores, se deben sumar otros intereses que también el ordenamiento legal debe perseguir con el fin de dinamizar la utilización de los valores mobiliarios como mecanismo movilizador de la riqueza, o lo que es lo mismo, favorecer la canalización eficiente de los recursos en la economía. Así, es de propio interés del ordenamiento jurídico no desincentivar la utilización de estos mecanismos por lo que se hace necesario, desde esta perspectiva, que se deje un margen de maniobra suficientemente amplio para que el agente particular, aquél que tiene interés y posibilidad de apelar al ahorro público, vía el mercado de valores, pueda idear, en la mejor forma posible, el valor mobiliario atípico o instrumento financiero que responda a sus expectativas de financiación.

En base a estas consideraciones, es apropiado considerar un sistema de *numerus apertus* en valores mobiliarios y aceptar la atipicidad en este ámbito; y, de otro lado, rechazar la atipicidad respecto de los demás títulos valores que cumplen las mismas funciones que los efectos de comercio de la legislación francesa o española.

- 4) Por otra parte, es importante destacar, la Segunda Disposición Derogatoria del Proyecto por la cual se deroga las disposiciones que contiene la LMV, en la parte que permite la emisión de instrumentos de Corto Plazo bajo la modalidad de letra de cambio y pagaré.

Ello constituye una medida acertada pues las letras de cambio y pagarés son en su naturaleza jurídica lo que se llama un efecto de comercio, que se emite en forma individualizada y que no tiene como fin hacer funciones de mercado, o ser instrumentos de captación de recursos financieros, bajo sanción de ser desnaturalizados.

- 5) Por último, cabe precisar que el Proyecto subdivide a los valores mobiliarios en valores representativos de participaciones y valores representativos de deuda, que nos parece adecuada pues responde a la diferenciación básica de los negocios jurídicos de financiación e inversión, referida en el punto 3.3.1. <sup>[15]</sup>

## BIBLIOGRAFÍA

1. Abella Santamaría, Jaime y otros. Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores. Madrid, Editorial de Derecho Reunidos S.A., 1995.
2. Alonso Espinosa, Francisco José. Mercado Primario de Valores Negociables. Barcelona, José María Bosh Editor, 1994.
3. Araya, Celestino. Títulos Circulatorios. Buenos Aires, Ed. Astrea, 1989.
4. Argeri, Saúl. Diccionario de Derecho Comercial y de la Empresa. Buenos Aires. Ed. Astrea, 1982.
5. Cachón Blanco, José Enrique. Activos y Mercados Financieros. Las Acciones. Madrid, Ediciones Pirámide S.A., 1996.
6. Cachón Blanco, José Enrique. Análisis Comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto del 27 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. En: Revista de Derecho Mercantil, No. 222, octubre-diciembre de 1996, Madrid.

7. Cachón Blanco, José Enrique. 200 Preguntas sobre "Los Mercados de Valores". Madrid, Actualidad Editorial S.A. 1995.
8. Castellares Aguilar, Rolando y otros. El ABC del Mercado de Capitales. Lima, 1998.
9. Espina, Daniel. Las Anotaciones en Cuenta. Madrid, Editorial Civitas S.A., 1995.
10. Fernández Flores, Francisco. Inversiones Extranjeras y Valores Mobiliarios. Madrid, Altamira, 1980.
11. Jiménez Blanco, Antonio. Derecho Público del Mercado de Valores. Madrid, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, 1989.
12. Tola Nosiglia, José. El Mercado de Valores y la Bolsa de Valores en el Perú. Lima, Mass Comunicaciones SRL, 1994.
13. Vidal Ramírez, Fernando. La Bolsa de Valores. Lima, Cultural Cuzco S.A., 1988.
14. Verchik, Ana. Mercado de Capitales. Buenos Aires, Ediciones Macchi, 1993.