

Representación de acciones mediante anotaciones en cuenta

Juan Luis Hernández Gazzo

Abogado. Profesor de derecho mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Master en Derecho por Harvard Law School.
Miembro de la Asociación Civil *Ius et Veritas*.

1 Introducción.

En el presente artículo pretendemos abordar el estudio de un fenómeno relativamente reciente en nuestra práctica mercantil, a saber: la representación no material de las acciones (fenómeno denominado “desmaterialización”), es decir, el reemplazo del certificado de acciones por el llamado sistema de “anotaciones en cuenta”.

En tal sentido, nos abocaremos al análisis de nuestra legislación sobre la materia y del funcionamiento del sistema mismo en nuestro medio.

Entendemos que este tema constituye uno de esos tantos ejemplos en materia de derecho mercantil que muestran cómo el mundo de los negocios y de las transacciones demandan respuestas eficientes y eficaces del derecho que las regula. Han sido finalmente los requerimientos de la actividad bursátil los que condicionaron el desarrollo de una forma de representación inmaterial de las acciones. Es por ello que normalmente la regulación sobre representación de valores mobiliarios, en general, y de acciones mediante anotaciones en cuenta, en particular, surge en las legislaciones de mercado de valores, trasladándose luego -y sólo en algunos casos- esa

regulación a las normas societarias. Esta dinámica en la regulación será revisada en este trabajo.

Cabe resaltar que en este artículo nos concentraremos en la representación inmaterial de la acción -y no en otros valores⁽¹⁾- por cuanto consideramos que en este caso se genera, dada la situación actual de nuestra legislación, la posibilidad de un análisis y debate más complejo e integral.

2 La acción y su representación mediante anotaciones en cuenta.

2.1 La representación material de la acción.

Como sabemos, las acciones son un bien mueble de renta variable, destinado a la circulación, que representa una parte alícuota del capital social de una sociedad anónima y que otorga a su titular una serie de derechos que la ley concede a los accionistas, sin que ello implique una copropiedad sobre los bienes de la sociedad⁽²⁾.

Una de las características y de los atractivos centrales de la sociedad anónima consiste en la representación de su capital por medio de acciones, en función de la versatilidad que dicho valor mobiliario

(1) En el presente artículo no vamos a entrar en la discusión de si la acción por naturaleza es un título valor o un valor mobiliario. Empero, haremos mención expresa a los supuestos en que consideremos a la acción como valor mobiliario dadas las características particulares de una emisión.

Aquella discusión, dada nuestra normativa, se ha constituido en una muy interesante a nivel doctrinario, pero que una explicación de nuestra posición escapa largamente a los alcances de este escrito. Para una introducción a esta materia, recomendamos a SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *El Mercado de Valores en el Perú*. Lima: Cultural Cuzco, 1999. pp.97-140.

(2) Sobre el concepto de acción aconsejamos consultar, entre otros, a GARRIGUES, Joaquín. *Curso de Derecho Mercantil*. Tomo II. Bogotá: Editorial Témis, 1987. pp.147-163; y URÍA, Rodrigo. *Derecho Mercantil*. Madrid: Marcial Pons, 1995. pp.249-295.

concede a sus tenedores. En efecto, una de las razones que explican el porqué mayoritariamente las actividades empresariales son llevadas a cabo por medio de sociedades anónimas radica -junto con la responsabilidad limitada que concede a los socios- en que los accionistas saben que cuentan con un esquema legal que facilita la liquidez de su inversión. En otras palabras, su inversión -al estar representada por acciones- se rige por el principio de libre transferibilidad (salvo pacto expreso, permitido en algunos casos), lo cual les permite tener la confianza que, con las condiciones económicas adecuadas, van a poder desprenderse de su inversión mediante la simple venta de sus acciones⁽³⁾.

Es en este contexto, y en aras de dotar a los inversionistas (en este caso, accionistas) de los instrumentos idóneos que le permitan “liquidar su inversión” en términos eficientes y eficaces, que una regulación sobre la representación de las acciones adquiere su real dimensión. Las legislaciones societarias se ocupan con cierto detalle de la representación de la acción básicamente para facilitar el cumplimiento de dos objetivos: i) identificación del accionista (función probatoria)⁽⁴⁾ y ii) disponibilidad de las acciones (función dispositiva).

De esta manera, las legislaciones societarias, en general, concibieron inicialmente una única forma de representar a las acciones; esta forma de representación era básicamente material, es decir, las sociedades anónimas emitían, bajo ciertas formalidades, unos documentos que representaban la propiedad de los socios sobre las acciones. A estos documentos se les denominó comúnmente “certificados o títulos de acciones”.

Asimismo, y previamente a la emisión física de estos certificados de acciones, las legislaciones societarias regulaban la obligación adicional que tenía toda sociedad anónima de mantener un registro material que identificara a cada uno de sus accionistas

junto con el número y clase de las acciones de la cual era titular. Obviamente, este sistema existía sólo para el caso de las acciones nominativas, al no tener sentido alguno su existencia para el caso de las acciones al portador, las cuales se encuentran prohibidas en el Perú pero permitidas en algunas otras legislaciones. En el citado registro se anotaban también las transferencias de acciones.

En tal sentido, cuando uno hablaba de “emisión de acciones” debía intentar no confundir el concepto de la acción como derecho respecto de la representación material de ese derecho. La emisión de acciones, en sentido estricto, alude al surgimiento del derecho que tienen los accionistas frente a la sociedad como resultado del aporte que efectúan para la constitución de una sociedad anónima o de la suscripción y pago de acciones en el caso del aumento del capital de una sociedad ya existente. En estos casos, y como regla general, la emisión de la acción se configura con la sola suscripción del valor nominal y del pago de por lo menos el veinticinco por ciento de dicho valor. Esta emisión de acciones, que debe ser registrada por la sociedad bajo ciertas formalidades, debe diferenciarse de la emisión de los certificados de acciones, los cuales, como hemos mencionado, constituyen una simple representación material de una o varias acciones que pretenden facilitar a su tenedor la probanza de su condición de accionista y la “liquidación de su inversión” mediante la transferencia, vía endoso, de dicho certificado.

2.2 Las anotaciones en cuenta.

En los últimos años, el fortalecimiento de los mercados de valores en el mundo, como una atractiva alternativa de financiamiento, ha contribuido a la revisión y actualización de ciertas categorías del derecho mercantil. En concreto, el tremendo desarrollo de mercados secundarios tales como las bolsas de valores -por citar un ejemplo-, en las cuales se producen

(3) A mayor abundamiento en esta materia, ver BROSETA PONT, Manuel. *Manual de Derecho Mercantil*. Madrid: Tecnos, 1994. pp.250 y ss.

(4) Es preciso aclarar que la representación de la acción no constituye la calidad de accionista, la cual surge con la emisión de acciones, ya sea como resultado de la constitución de una sociedad anónima o de un aumento de capital acordado por una sociedad existente. En tal sentido, el tercer párrafo del artículo 84 de nuestra Ley General de Sociedades (LGS) -siguiendo a la doctrina y a la legislación comparada- consagra la función meramente probatoria de la representación de la acción, descartándole, expresamente, función constitutiva alguna.

gran número de transferencias de acciones, ha conducido a replantear la idea de la representación material de la acción como única forma de acreditar la titularidad de una inversión en el capital de una sociedad anónima y de facilitar su transferencia. Esa materialización de la acción expresada en un certificado o título de acciones comenzó -hace ya varios años en el mundo- a ser cuestionada como una forma eficiente y eficaz de representación de acciones en situaciones donde el volumen, la velocidad y la seguridad de las transferencias eran factores imprescindibles para hacer viables una serie de operaciones. Dentro de este marco surge la idea de “desmaterializar” las acciones y los valores en general.

Consideramos acertado el sostener que el “(...) fenómeno de la desincorporación de los títulos-valor, tal y como se está desarrollando en la hora presente y tal como se insinúa en el porvenir más inmediato, tiene su foco de expansión o de propagación en el campo de los títulos del mercado de capitales o valores mobiliarios (acciones, obligaciones, deuda pública, etc.), siendo además en ese sector donde ha encontrado más pronto plasmación legislativa⁽⁵⁾.

De este modo, como dice Espina, “el problema se presenta en esta materia por la inconveniencia de la manipulación material -no de todo papel, sino de los documentos originales librados en la emisión de los diferentes títulos- cuando la gestión del ejercicio de los correspondientes derechos se encomienda a comerciantes especializados, que deben por ello hacer frente a la existencia de una ingente cantidad de papel, esencial en principio, en su propia materialidad específica, para la gestión de aquellos derechos⁽⁶⁾. Como ejemplo de la problemática que genera esta “servidumbre del papel”, Paz-Ares menciona que en (...) la Bolsa madrileña, el número de títulos cotizados andaba a finales de los ochenta por los 3,000 millones, es decir, dos o tres veces más que billetes en circulación⁽⁷⁾.

Verificada esta problemática es que el término “anotaciones en cuenta” comienza a adquirir relevancia en el derecho mercantil. De esta manera, las anotaciones en cuenta se constituyen en una forma de representar valores por medio de un registro contable y computarizado, sustituyendo así la tradicional representación de esos valores a través de certificados o títulos. El nombre “anotaciones en cuenta” tendría su origen en que dicho registro funciona sobre la base de los cargos y abonos efectuados en las cuentas correspondientes en función de los derechos transferidos o adquiridos⁽⁸⁾. Es por ello que válidamente se sostiene que “el registro contable de derechos anotados en cuenta se rige por principios equivalentes a los tradicionales en los sistemas registrales y de contabilidad⁽⁹⁾.”

La actividad bursátil constituye uno de los mejores ejemplos para mostrar los problemas y distorsiones derivados de la representación material de las acciones por medio de certificados, al menos, en determinadas situaciones, y de cómo las anotaciones en cuenta han constituido una respuesta eficaz a esos problemas y distorsiones. Supongamos que las acciones que cotiza en Bolsa una sociedad anónima tienen una gran liquidez en dicho mercado secundario -es decir, se producen muchas transferencias sucesivas en un mismo día con esos valores, producto de la oferta y demanda existente-. Por tanto, sobre una misma acción podrían existir varios únicos propietarios en momentos distintos, pero dentro de un mismo día, como resultado del creciente número de transferencias de la cual es objeto el mismo valor. Asumamos, entonces, que durante ese día han existido diez propietarios distintos de esa misma acción, es decir, la sociedad emisora de la acción habría tenido diez accionistas distintos en un mismo día, sólo respecto de una de las miles de acciones emitidas por la sociedad que se cotizan en Bolsa. De no existir un sistema contable y computarizado, como las anotaciones en cuenta, para el registro de las transferencias operadas sobre un mismo valor, varias de las transacciones

(5) PAZ-ARES, Cándido. *La desincorporación de los títulos-valor*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. No.219. Madrid: enero-marzo, 1996. p.15.

(6) ESPINA, Daniel. *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*. Madrid: Editorial Civitas, 1995. p.63.

(7) PAZ-ARES, Cándido. Op.cit.; pp.15-16.

(8) Para mayor información acerca de los orígenes del término “anotaciones en cuenta”, sugerimos consultar a ESPINA, Daniel. Op.cit.; pp.167-196.

(9) Ibid; p.376.

deseadas por los inversionistas podrían frustrarse, si es que fuera un requisito para su transferencia exhibir y endosar el certificado de acciones, así como obligar a la sociedad a que registre en su correspondiente libro cada una de las transferencias operadas, previa exhibición del certificado debidamente endosado. Asimismo, el solo traslado del certificado de acciones para hacer viable una transferencia en Bolsa originaría un manipuleo de documentos poco deseable, por la demora que ello generaría y por el alto riesgo de pérdida. Agreguemos a esto que las transferencias de acciones en rueda de bolsa no generan un contacto físico directo entre vendedor y comprador, sino que existen varios otros sujetos involucrados, por lo que el traslado físico de certificados de acciones, como condición para la transferencia de valores, se complicaría aún más (sociedades agente de bolsa del comprador y del vendedor, la bolsa de valores, la institución de compensación y liquidación de valores, la propia sociedad emisora).

Dentro de este contexto, y con el objetivo de evitar dificultades como las aludidas, es que surgen las anotaciones en cuenta como una manera de representar en forma inmaterial valores. Así, el sistema de anotaciones en cuenta pretende no sólo reemplazar la representación física o material de la acción, sino que pretende ser una forma distinta al registro material tradicional que toda sociedad estaba obligada a llevar en relación con sus acciones.

3 La representación de acciones mediante anotaciones en cuenta y su regulación en el Perú.

3.1 La legislación del mercado de valores.

3.1.1 El Decreto Legislativo No.755: anterior Ley del Mercado de Valores.

Pese a que ya hace varios decenios una serie de legislaciones mercantiles permitía la representación de

las acciones mediante anotaciones en cuenta, en nuestra legislación mercantil dicha regulación recién se introduce el 1 de enero de 1992, con la vigencia del Decreto Legislativo No.755, anterior Ley del Mercado de Valores. En tal sentido, y siempre dentro del enfoque de modernización de nuestro mercado de valores que postuló el Decreto Legislativo No.755, uno de sus aportes estuvo en incorporar a nivel legislativo a las anotaciones en cuenta como sistema de representación inmaterial de valores.



Es así que el primer párrafo del artículo 175 del citado Decreto Legislativo establecía que “los valores mobiliarios pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos⁽¹⁰⁾”, introduciendo así a nivel legislativo la posibilidad de representar las acciones y otros valores por un medio distinto al de la emisión física de documentos.

El legislador de la citada norma fue bastante agresivo en la introducción del sistema de anotaciones

(10) Conviene precisar que para nuestra legislación del mercado de valores (tanto para la anterior Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No.755, como para la actual Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No.861), así como para nuestra derogada legislación societaria (Ley de Sociedades Mercantiles y anterior Ley General de Sociedades) el término “título” está referido al documento que representa materialmente a valores mobiliarios o a acciones, respectivamente. Es decir, “título” alude a lo que comúnmente se denomina “certificado”.

La actual Ley General de Sociedades, Ley No.26887, utiliza sólo el término “certificado” en relación con la representación material de la acción.

cuenta al adoptar el llamado principio de la “irreversibilidad de las anotaciones en cuenta”, tal como lo consagra el segundo párrafo del artículo 175 antes mencionado, siguiendo entre otras legislaciones a la española⁽¹¹⁾. Por medio de este mecanismo, en principio y como regla general, los valores representados por anotaciones en cuenta no podían en el futuro variar su forma de representación por la de certificados, salvo en los supuestos de excepción que estableciera la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). En cambio, y en función de lo prescrito por el tercer párrafo del mismo artículo, la representación por medio de certificados sí era revocable, pudiendo adoptarse el sistema de anotaciones en cuenta, si los titulares prestaban su consentimiento. Esta opción legislativa llevó a algunos a sostener que “(...) resulta clara la intención del legislador de llegar a una total desmaterialización de los valores mobiliarios⁽¹²⁾.”

Por otro lado, el artículo 176 del aludido Decreto Legislativo dispuso que la CONASEV estaba facultada para establecer como requisito para la admisión a negociación de valores en un mercado secundario su representación mediante anotaciones en cuenta.

3.1.2 El Decreto Legislativo No.861, actual Ley del Mercado de Valores, y la Resolución CONASEV No.031-99-EF/94.10, que aprueba el Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores.

A continuación, enunciaremos algunas de las características más relevantes de la regulación sobre anotaciones en cuenta que contiene nuestra actual legislación del mercado de valores.

a) Dentro de la misma línea del Decreto Legislativo No.755, la actual Ley del Mercado de Valores -en lo sucesivo, LMV-, Decreto Legislativo

No.861, prescribe en su artículo 80 que los valores mobiliarios podrán ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos (certificados). En tal sentido, se consagraría, en principio, un régimen voluntario para la representación de valores mobiliarios por medio de anotaciones en cuenta; sería el emisor o el titular del valor quien podría optar por la “desmaterialización” del título.

En efecto, el primer párrafo del artículo 209 de la LMV establece claramente que es una decisión voluntaria del emisor la representación de sus valores por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos o certificados. Asimismo, el tercer párrafo del artículo 209 permite que los titulares de valores mobiliarios puedan solicitar la transformación de sus títulos a anotaciones en cuenta cuando la representación por este último medio sea requisito para la negociación de dichos valores en un mecanismo centralizado (por ejemplo, en la Bolsa de Valores de Lima).

b) A diferencia del Decreto Legislativo No.755, la LMV elimina el principio de irreversibilidad de las anotaciones en cuenta, por lo que se puede transformar la representación de valores de anotaciones en cuenta a títulos (o viceversa), tanto a pedido del emisor como del titular de los valores, siempre que se cumplan con las formalidades establecidas en la LMV y en la Resolución CONASEV No.031-99-EF/94.10, que aprueba el Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores -en adelante, el Reglamento de ICLV⁽¹³⁾-, publicado en el Diario Oficial *El Peruano* el 5 de marzo de 1999.

c) Como mencionamos en el literal a) precedente, la LMV se adscribiría a un régimen, en principio, voluntario para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta. Decíamos “en principio” porque la LMV dispone -en un solo caso- la obligatoriedad de la representación de valores mediante anotaciones en cuenta, a saber: para la

(11) Artículo 5 de la Ley No.24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (España).

(12) TOLA NOSIGLIA, José. *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú*. Lima: Mass Comunicación, 1994. p.106.

(13) En el caso de los emisores, ellos pueden decidir la forma de representación o su variación por medio de un acuerdo que cumpla con los requisitos estipulados por su estatuto, contrato de emisión u otro instrumento legal. Por otro lado, los titulares de valores podrán solicitar la materialización de un valor de su propiedad representado mediante anotaciones en cuenta, siempre que el emisor no haya optado por la “desmaterialización” o que los estatutos, contratos de emisión o el instrumento jurídico respectivo, no prohíban dicha reversión.

negociación de valores en rueda de bolsa.

Así, el primer párrafo del artículo 218 de la LMV prescribe que a fin de que un valor se negocie en rueda de bolsa es obligatorio que se registre previamente en una institución de compensación y liquidación de valores para su representación mediante anotaciones en cuenta, con el objeto de que la transmisión de dichos valores se efectúe mediante transferencias contables.

Empero, y aunque parezca contradictorio con lo descrito, el tercer párrafo del artículo 209 de la LMV permite que el emisor que tiene inscritos valores en bolsa pueda seguir representando sus valores por medio de títulos o certificados si así lo deseara. En dicho supuesto, el aludido tercer párrafo faculta a los titulares interesados en transar sus valores en rueda de bolsa a que puedan solicitar la transformación sólo de sus títulos o certificados a anotaciones en cuenta para efectos de llevar a cabo una transacción en rueda de bolsa.

En el mismo sentido, el artículo 43 del Reglamento de ICLV reproduce lo regulado por las normas comentadas en este acápite.

Por tanto, y de acuerdo con lo antedicho, podemos concluir que: i) las sociedades que cotizan sus acciones en bolsa no necesariamente tienen que hacer representar sus valores mediante anotaciones en cuenta, pudiendo esas acciones estar representadas en títulos o certificados; ii) la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta es requisito sólo para la negociación de valores en rueda de bolsa; y iii) como consecuencia de las dos anteriores, resulta que nuestro sistema permitiría la representación parcial mediante anotaciones en cuenta de los valores emitidos por una sociedad para fines de su negociación, es decir, un grupo de valores podrá estar representado por títulos o certificados y otro por anotaciones en cuenta.

d) Dentro del mercado de valores, son las instituciones de compensación y liquidación de valores las encargadas de organizar y administrar el sistema

de anotaciones en cuenta, de acuerdo a lo prescrito por el literal a) del artículo 227 de la LMV, concordado con su artículo 212⁽¹⁴⁾.

La regulación que efectúa la legislación del mercado de valores sobre el régimen de las anotaciones en cuenta está concebida de modo tal que cuando las sociedades emisoras de valores mobiliarios opten voluntariamente por representar sus valores mediante este registro contable y computarizado o cuando tengan obligatoriamente que hacerlo para poder efectuar una transacción en rueda de bolsa, necesariamente deberán encargar el manejo y administración de dicho sistema a una institución de compensación y liquidación de valores, que no son más que sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo es el registro, custodia, compensación, liquidación y transferencia de valores, requiriendo su organización y funcionamiento la autorización de la CONASEV.

En tal sentido, cabe recordar lo mencionado en el literal c) anterior, respecto a la obligatoriedad de registrar previamente en una institución de compensación y liquidación de valores, para su representación mediante anotaciones en cuenta, a los valores que pretenden ser negociados en rueda de bolsa, en atención a lo dispuesto en el primer párrafo del artículo 218 de la LMV.

3.2 La legislación societaria.

3.2.1 Anterior Ley General de Sociedades.

La anterior Ley General de Sociedades, vigente hasta el 31 de diciembre de 1997, no regulaba la posibilidad de representar las acciones por medio distinto al del título o certificado. Así, su artículo 114 se encargaba de normar el contenido del título o certificado como forma única de representación de la acción.

De una lectura concordada de las legislaciones del mercado de valores y societaria -nos referimos a la

(14) Artículos 227 y 212 de la LMV:

"Artículo 227.- Funciones.-

Son funciones de las instituciones de compensación y liquidación de valores (...):

a) Llevar el registro a que se refieren los artículos 212 y 219; (...)"

"Artículo 212.- Registro Contable.-

El registro contable de los valores representados por anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión se atribuye a una sola institución de compensación y liquidación de valores (...)"

derogada Ley General de Sociedades-, se arribaba a la siguiente conclusión: hasta el 31 de diciembre de 1997, las acciones sólo podían ser representadas por anotaciones en cuenta en la medida que calificaran como valores mobiliarios o, lo que es lo mismo, que a dichas acciones se les aplicara las normas del mercado de valores, adicionalmente a la legislación societaria.

Los valores mobiliarios -según la definición del artículo 3 de la LMV- se caracterizan por emitirse en forma masiva y ser libremente negociables. Esto quiere decir que para que una acción califique como valor mobiliario deberá ser emitida masivamente, para su colocación o negociación en los mercados de valores primario o secundario⁽¹⁵⁾, no conteniendo ninguna limitación estatutaria o contractual que prohíba o limite su libre negociabilidad en el mercado⁽¹⁶⁾.

En consecuencia, hasta el 31 de diciembre de 1997, las acciones no emitidas por sociedades anónimas en forma masiva para su libre negociación en el mercado de valores, sea éste primario o secundario, no podían ser representadas por medio distinto al del título o certificado.

3.2.2 Actual Ley General de Sociedades, Ley No.26887.

La Ley No.26887, actual Ley General de Sociedades -en lo sucesivo, LGS-, vigente desde el 1 de enero de 1998, incorpora dentro de su regulación la representación de acciones mediante anotaciones en cuenta.

En relación con los alcances de esta nueva regulación, conviene precisar lo siguiente:

a) El ámbito de aplicación de la nueva regulación sobre representación de acciones mediante anotaciones en cuenta aparece, entre otros, del contenido de los artículos 84, 92 y 100⁽¹⁷⁾ de la LGS.

De la lectura de estos artículos, podemos concluir que, desde el 1 de enero de 1998, cualquier sociedad anónima que así lo desee podría optar por representar sus acciones mediante anotaciones en cuenta, incluso en los casos que sus acciones no califiquen como valores mobiliarios, por no emitirse en forma masiva y ser libremente negociables. De esta manera, nuestra actual legislación societaria se sumaría al grupo de legislaciones que no han reservado el sistema de anotaciones en cuenta a las sociedades que actúan en el mercado de valores⁽¹⁸⁾.

(15) El mercado de valores se divide en dos segmentos: i) mercado primario, que es el mercado donde se colocan instrumentos de reciente emisión, donde se realiza la primera colocación de un valor, para efectos de obtener financiamiento; y ii) mercado secundario, que es el segmento del mercado de valores donde se realizan transacciones con valores previamente emitidos y colocados (las transacciones se realizan ajenas al emisor de los valores), caracterizándose por ser un mercado de liquidez, donde los inversionistas compran y venden valores (las bolsas de valores son un típico mercado secundario).

(16) Sobre el concepto de valor mobiliario esbozado -"valor negociable", para ser más precisos, en la legislación del mercado de valores española- aconsejamos consultar a ALONSO ESPINOSA, Francisco José. *Mercado Primario de Valores Negociables*. Barcelona: J.M. Bosch Editor, 1994. pp.164 y ss.

(17) Artículos 84, 92 y 100 de la LGS:

"Artículo 84.- (...)

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".

"Artículo 92.- (...)

La matrícula de acciones se llevará en un libro especialmente abierto a dicho efecto o en hojas sueltas, debidamente legalizados, o mediante anotaciones en cuenta 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".

"Artículo 100.- (...)

Las acciones emitidas, cualquiera que sea su clase, se representan por certificados, por anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma que permita la ley (...)"

(18) Como ejemplo de legislaciones que mantienen un concepto amplio de "desmaterialización" de acciones (para todo tipo de sociedades y no sólo para las que participan en el mercado de valores) podemos mencionar a la legislación española y a la legislación del Estado de Delaware, Estados Unidos.

La Ley de Sociedades Anónimas española en su artículo 51 prescribe que "Las acciones podrán estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta (...).

La legislación societaria del Estado de Delaware, Estados Unidos (*Delaware General Corporation Law*) regula en su artículo 158 la posibilidad de que el directorio de la sociedad determine la representación inmaterial de algunas o todas las acciones correspondientes a una o todas las clases o series de acciones (*uncertificaded shares*). Cabe resaltar que la legislación societaria en Estados Unidos es estatal y no federal y que dentro de ese contexto la legislación del Estado de Delaware es una de las utilizadas por las grandes compañías estadounidenses, dada la flexibilidad que su regulación ofrece.

Pensamos que esta variación introducida en nuestra legislación societaria es acertada, porque si bien el sistema de anotaciones en cuenta surge como respuesta a una exigencia del mercado de valores, consideramos que la limitación de su uso a este mercado constituía una innecesaria restricción, al impedir que todo tipo de sociedades anónimas pudiesen acceder a un sistema de representación inmaterial de sus acciones, con independencia de su participación en el mercado de valores⁽¹⁹⁾. Así, ya en noviembre de 1996, y como parte de la reforma societaria que se iniciaba, expresábamos que “(...) sería aconsejable que la nueva ley de sociedades que se está elaborando, contemple -en el caso particular de las sociedades anónimas- la posibilidad de que las acciones puedan ser representadas no sólo por títulos sino también por anotaciones en cuenta, con independencia de si esos valores se negocian en bolsa o en un mecanismo centralizado que opere fuera de bolsa. Esto permitiría extender el uso de este mecanismo a sociedades anónimas que no participan de manera directa en el mercado de valores, pero que preferirían representar sus acciones por medio de anotaciones en cuenta, eliminando los títulos y, por tanto, la necesidad de llevar un libro de registro y transferencia de acciones, así como un libro talonado de títulos de acciones⁽²⁰⁾.”

b) Nuestra LGS ha concebido al sistema de anotaciones en cuenta no sólo como un reemplazo del título o certificado (representación física o material de la acción), sino también como una forma distinta del registro material que toda sociedad estaba obligada a llevar en relación con sus acciones.

En tal sentido, el tercer párrafo del artículo 84 y el primer párrafo del artículo 100, en relación con la representación física o material de la acción, consagran a las anotaciones en cuenta como una forma distinta al certificado para representar acciones, pero dotada de un nivel equivalente a aquél.

Adicionalmente, y vinculado al registro

material que toda sociedad llevaba de sus acciones, el cuarto párrafo del artículo 92 de la LGS, al regular a la hoy llamada “matrícula de acciones”, dispone que ésta podrá ser llevada en un libro especialmente abierto a dicho efecto o en hojas sueltas, debidamente legalizados (como sucedía con nuestra anterior ley societaria, en el caso del libro de registro y transferencia de acciones) o mediante anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma que permita la ley.

(...) una sociedad anónima que decida representar sus acciones por medio de anotaciones en cuenta no carecerá de una matrícula de acciones, sino que tendrá una (...) del tipo de un registro contable y computarizado, no asentada en un libro o en hojas sueltas (...)

Por ende, y en función de lo comentado, concluimos que para nuestra LGS las anotaciones en cuenta no son sólo una forma de representar de manera inmaterial acciones, sino que constituyen también una forma de matrícula de acciones, entendiendo por matrícula -conforme a la LGS- a ese registro en donde se anotan la creación y emisión de acciones, así como las transferencias, los canjes y desdoblamientos de acciones, la constitución de derechos y gravámenes, las limitaciones a la transferencia y los convenios entre accionistas. Así, una sociedad anónima que decida representar sus acciones por medio de anotaciones en cuenta no carecerá de una matrícula de acciones, sino que tendrá una matrícula de acciones del tipo de un registro contable y computarizado, no asentada en un libro o en hojas sueltas. Discrepamos, en ese sentido, de quienes sostienen que “las anotaciones en cuenta reemplazan a la matrícula de acciones⁽²¹⁾, agregando

(19) Dentro de la idea de permitir el uso de anotaciones en cuenta para la representación de cualquier instrumento, el Proyecto de Ley de Títulos Valores -cuya última versión fuera publicada en el Diario Oficial *El Peruano* el 3 de noviembre de 1999- se adscribe a esa tendencia de dar la posibilidad a los propios participantes en el mercado de optar por una representación inmaterial de títulos valores y de valores mobiliarios.

(20) HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. *Las anotaciones en cuenta y la nueva Ley del Mercado de Valores*. En: *Gestión*, edición del 20 de noviembre de 1996.

(21) ELÍAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Trujillo: Normas Legales, 1999. p.230.

que “si la sociedad decide que las acciones que emita estén representadas por anotaciones en cuenta, no existirán certificados de acciones, con lo que desaparece una de las funciones de la matrícula⁽²²⁾”.

c) En relación con las normas aplicables al sistema de representación de acciones mediante anotaciones en cuenta incorporado en la LGS, el último párrafo de su artículo 92 remite su regulación a la legislación del mercado de valores. En consecuencia, y dada la regulación general de la LGS que rige para todo tipo de sociedades anónimas, el uso de anotaciones en cuenta por sociedades anónimas que no emitan valores mobiliarios -y que, por ende, no participan en el mercado de valores- también sería regulado por la LMV y el Reglamento de ICLV, como sucede en el caso de sociedades emisoras de valores mobiliarios que representen esos valores por medio de anotaciones en cuenta, como ya lo hemos comentado.

Nos parece, en principio, lógica dicha remisión a la legislación del mercado de valores efectuada por la LGS, al ser el mercado de valores el generador de esta figura de las anotaciones en cuenta y ser su normativa la encargada de regular una figura que de alguna manera le es propia en sus orígenes. Empero, esa remisión absoluta a la legislación del mercado de valores nos genera al menos una gran interrogante, cuya respuesta afirmativa, creemos, podría frustrar de alguna manera las buenas intenciones de la LGS de difundir el uso de las anotaciones en cuenta más allá del mercado de valores, a saber: ¿las sociedades anónimas no emisoras de valores mobiliarios que deseen representar sus acciones mediante anotaciones en cuenta, deberán contratar necesariamente los servicios de una institución de compensación y liquidación de valores, estando por tanto impedidas de llevar ellas mismas su matrícula de acciones y de representar sus acciones por medio de anotaciones en cuenta sin la intervención de un tercero?

No debemos perder de vista que, cuando la legislación del mercado de valores dispone que sean las instituciones de compensación y liquidación de valores las encargadas de administrar el sistema de

anotaciones en cuenta -por ejemplo, respecto de valores inscritos en bolsa-, lo que se pretende es brindar seguridad a los inversionistas usuarios del sistema, dotando a éste de ciertas garantías dentro de un marco de transparencia y siempre en atención al volumen de operaciones que puedan realizarse. Es más, al ser el sistema de anotaciones en cuenta uno novedoso, parece adecuado que la legislación del mercado de valores desarrolle ciertas reglas tendientes a aclarar su uso. Empero, de todo lo antedicho no se concluye que la legislación del mercado de valores haya encargado la administración del sistema de anotaciones en cuenta a instituciones especiales en el convencimiento de que las propias sociedades emisoras son por naturaleza incapaces de administrar ellas mismas un sistema de tales características.

Por ende, una respuesta afirmativa a la interrogante planteada encarecería innecesaria e irracionalmente el uso del sistema de las anotaciones en cuenta diseñado por la LGS, en el caso concreto de sociedades anónimas no emisoras de valores mobiliarios, que tendrían que romper el manejo privado de sus acciones por el simple hecho de pretender utilizar un mecanismo de anotaciones en cuenta.

Creemos que la remisión a la legislación del mercado de valores aludida, debe ser entendida como una remisión “en lo pertinente” o “en lo aplicable”. Es decir, si la sociedad cotiza en bolsa sus acciones sería sensato una aplicación total de la normativa del mercado de valores, mientras que si la sociedad no tiene participación alguna en el mercado de valores es razonable pensar que la remisión será para efectos del funcionamiento del sistema, mas no para la exigencia de contratar a un tercero encargado de llevar dicho sistema.

Lo concluido en el párrafo anterior no debería impedir que una sociedad anónima no emisora de valores mobiliarios pueda optar voluntariamente porque su sistema de representación de acciones mediante anotaciones en cuenta sea efectivamente administrado por una institución de compensación y liquidación de valores, lo cual haría aplicable, por propia decisión de la sociedad, la legislación del

(22) Ibid.

mercado de valores también en dicho aspecto. Es de esta manera como deberíamos interpretar el literal b) del artículo 227 de la LMV cuando describe como una función de las instituciones de compensación y liquidación de valores el llevar el registro de valores no inscritos en bolsa.

4 Funcionamiento en el Perú del sistema de representación de acciones mediante anotaciones en cuenta.

4.1 CAVALI ICLV S.A.: única institución de compensación y liquidación de valores actualmente en el Perú.

En relación con las instituciones de compensación y liquidación de valores, consideramos pertinente mencionar que actualmente en nuestro país sólo opera una institución de este tipo, pese a existir la posibilidad legal de constituir más instituciones similares.

La única institución que actúa en nuestro mercado por estos días es CAVALI ICLV S.A., cuyo accionariado está en poder de las sociedades agentes de bolsa asociadas a la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Hasta 1997, la propia BVL brindaba los servicios de compensación y liquidación de valores a través de la unidad denominada “Caja de Valores y Liquidaciones”. Empero, ese mismo año, y en cumplimiento de lo establecido por la LMV, se separó de la BVL esas funciones, no habiéndose constituido hasta la fecha otra institución de compensación y liquidación de valores.

4.2 Características operativas generales del sistema de anotaciones en cuenta de acciones.

Como hemos sostenido, en nuestra legislación el sistema de anotaciones en cuenta sobre acciones no es sólo una forma de representar de manera inmaterial acciones sino que también es una forma de matrícula de acciones, entendiendo por matrícula a ese registro en donde se anotan la creación y emisión de acciones, así como las transferencias, los canjes y desdoblamientos de acciones, la constitución de derechos y gravámenes, las limitaciones a la

transferencia y los convenios entre accionistas.

De acuerdo a nuestra normativa del mercado de valores -que como sabemos es la legislación que establece las reglas generales de funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta-, el registro contable y computarizado de valores mediante el sistema de anotaciones en cuenta se caracteriza, entre otros aspectos, por lo siguiente: i) a quien aparece con derecho inscrito en el asiento contable del sistema se le reputará como titular de ese derecho; ii) el sistema se rige por los principios registrales de rogación, prioridad, tracto sucesivo y buena fe registral; iii) el sistema no es constitutivo de derechos, por ende, sus inscripciones pueden ser rectificadas si se comprueba el error del asiento, pero sin perjudicar al tercero adquirente de buena fe, el cual será reconocido como titular legítimo en la medida que haya adquirido su derecho con buena fe de quien aparecía inscrito en el registro contable.

Con el fin de que los inversionistas puedan exhibir sus derechos inscritos en un sistema de anotaciones en cuenta y poder tener una constancia sobre ellos, la legislación del mercado de valores regula la emisión de “certificados de acreditación” a favor de los inversionistas. Debemos diferenciar estos “certificados”, que son simples constancias, de los certificados de acciones como representación material de la acción en los términos regulados por la LGS.

A su vez, nuestra legislación del mercado de valores (artículo 215 de la LMV y artículo 50 del Reglamento de ICLV) prescribe que tratándose de valores inscritos en el sistema de anotaciones en cuenta a cargo de una institución de liquidación y compensación de valores, dicho registro contable y computarizado prevalecerá por sobre cualquier otra información existente. Sin embargo, el tercer párrafo del artículo 92 de la LGS establece exactamente lo contrario, al disponer que cuando una sociedad use simultáneamente uno o más sistemas de matrícula de acciones (libro, hojas sueltas, anotaciones en cuenta u otro que permita la ley), en caso de discrepancia prevalecerá lo anotado en el libro o en las hojas sueltas, entiéndase por encima del contenido de las anotaciones en cuenta. ¿Cómo superar entonces tan grave contradicción?

Entendemos que la preeminencia de las anotaciones en cuenta prescrita por la legislación del mercado de valores es aplicable sólo a los casos en que dicho sistema sea administrado por una institución de compensación y liquidación de valores, ya sea por que la sociedad emisora está obligada a llevar dicho registro con esas instituciones o ya sea porque voluntariamente escogió que dicho registro sea manejado por tales instituciones. Por el contrario, lo descrito en la LGS se aplicaría, a nuestro criterio, a las sociedades anónimas no emisoras de valores mobiliarios que deciden ser ellas mismas las que controlen su sistema de anotaciones en cuenta. Creemos que esta aparente contradicción se resuelve con una interpretación de este tipo, la cual abonaría en favor de la tesis expresada por nosotros en el sentido que las sociedades anónimas no emisoras de valores mobiliarios serían libres de administrar su propio sistema de anotaciones en cuenta.

4.3 Características operativas particulares del sistema de anotaciones en cuenta de acciones inscritas en bolsa.

Como lo hemos comentado, en el caso de acciones inscritas en bolsa, son las instituciones de compensación y liquidación de valores las únicas facultadas para administrar el sistema de anotaciones en cuenta. Por tanto, actualmente en el Perú es CAVALI ICLV S.A. la institución encargada de llevar el registro contable y computarizado de todas las acciones que cotizando en bolsa están representadas por anotaciones en cuenta. A este sistema se les aplicará las reglas aludidas en el punto anterior.

En relación con la representación de valores inscritos en bolsa por medio de anotaciones en cuenta, podemos concluir que, en los últimos años, se han producido grandes avances hacia la “desmaterialización” de valores en nuestro medio, de acuerdo con las siguientes cifras proporcionadas por CAVALI ICLV S.A.⁽²³⁾:

Es conveniente aclarar que a la fecha CAVALI ICLV S.A. sólo maneja un sistema de anotaciones en cuenta para valores inscritos en bolsa, no teniendo

desarrollado aún un sistema para ofrecer dicho servicio respecto de valores no inscritos en bolsa -facultad que posee en virtud de la normativa del mercado de valores y que la consideramos no exclusiva de estas instituciones tal como lo hemos esbozado líneas arriba-. Tenemos información no confirmada que estaría en pleno proceso de estudio la creación de un sistema como el aludido.

En lo relativo al funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta para acciones inscritas en bolsa que administra actualmente sólo CAVALI ICLV S.A., corresponde precisar que la citada institución de compensación y liquidación de valores mantiene lo que se denomina una cuenta matriz a nombre de cada uno de sus participantes. Los participantes son personas distintas de los emisores y pueden ser, entre otros, los agentes de intermediación (sociedades agentes de bolsa, por ejemplo), empresas bancarias y financieras, compañías de seguros y reaseguros, sociedades administradoras de fondos de inversión y sociedades administradoras de fondos de pensiones. Las instituciones de compensación y liquidación de valores pueden llevar el registro de las anotaciones en cuenta de forma total y exclusiva o pueden hacerlo de manera conjunta con los participantes en cuyo caso las primeras llevan un registro central mientras que los segundos se encargan del registro de las cuentas individuales. Asimismo, las instituciones de compensación y liquidación de valores, a pedido de los emisores, pueden abrir cuentas a éstos con el fin de registrar sólo a los titulares de sus valores emitidos, siendo requisito para la negociación de dichos valores su registro previo en una cuenta matriz.

Por otro lado, las instituciones de compensación y liquidación de valores podrán brindar servicios complementarios a los emisores, como los vinculados a la entrega de beneficios. De este modo, CAVALI ICLV S.A. puede, por encargo del emisor, entregar dividendos, acciones liberadas u otros beneficios.

5 A modo de conclusión.

El objetivo central de este artículo ha sido el análisis

doctrinario, legislativo y de funcionamiento práctico de una figura relativamente novedosa en nuestra actividad comercial, como es la representación de acciones mediante el sistema de anotaciones en cuenta.

Este análisis ha estado dirigido a promover una mayor difusión en nuestro medio de los alcances de

este sistema, cuestión que creemos sólo podrá ser lograda como resultado de la eliminación de ciertas imprecisiones o contradicciones existentes en nuestra legislación, tanto del mercado de valores como societaria, y que, de alguna manera, esperamos haber reseñado en este artículo. ^{AP}