

# LAS RELACIONES JURÍDICAS OPONIBLES A PROPÓSITO DE LA PROPIEDAD EN EL MERCADO DE VALORES

Martín Mejorada C.\*

## I. LAS RELACIONES JURÍDICAS OPONIBLES. A MANERA DE INTRODUCCIÓN

La característica más relevante de los llamados derechos reales es la oponibilidad *erga omnes*. De ella nos ocuparemos en las siguientes líneas como presentación del tema que es materia de investigación<sup>1</sup>. No es tarea sencilla definir el alcance de esta característica ni su fundamento, pues los textos de doctrina parecen nunca haber profundizado lo suficiente en el análisis sobre las razones teóricas o prácticas que dan contenido a la característica anotada.

En los textos sobre derechos reales encontramos la referencia a la oponibilidad *erga omnes* como un elemento que diferencia a estos derechos de los llamados derechos personales o de crédito, donde supuestamente no se presenta tal condición. Como señala Castan Tobeñas siguiendo a Barassi, los elementos de los derechos reales son dos: i) el poder del sujeto sobre la cosa, que le permite recabar por sí solo de ella sus utilidades, correspondiéndole por consiguiente un poder autónomo; y ii) la relación del sujeto con los terceros, es decir, el deber que tienen éstos de no invadir la relación autónoma directa entre el sujeto y la cosa. Dice Castan que el primero es el elemento interno, el contenido económico del derecho real y que el segundo es el elemento externo o formal, la garantía jurídica de aquel contenido económico<sup>2</sup>.

*Las razones por las que algunos derechos patrimoniales otorgan a sus titulares facultades de persecución y preferencia, se encuentran en la naturaleza de los objetos involucrados en las relaciones jurídicas y en la forma como el sistema permite que surjan titularidades sobre ellos. Así, existen objetos que al ser incorporados de cierta forma en las relaciones jurídicas sólo pueden generar derechos de existencia y ejercicio exclusivos. Esta situación se presenta únicamente cuando el objeto de derecho tiene contenido específico y respecto de él se ha atribuido un derecho actual, inmediato y directo, es decir cuando se trata de lo que jurídicamente conocemos como "bien", que tiene como característica ser oponible erga omnes y como tal, estar enmarcado dentro de los derechos reales.*

*En el presente artículo, el autor propone, a partir del concepto de bien y de la exclusividad como nota característica que lo distingue, una nueva alternativa respecto de la naturaleza jurídica de los títulos valores como valores mobiliarios, así como de la transferencia de propiedad en el Mercado de Valores.*

\* Profesor de Derecho Civil de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

<sup>1</sup> Esta presentación se ha extraído en parte de un trabajo que el autor ha publicado recientemente. Al respecto véase: MEJORADA CHAUCA, Martín. "Fundamento de la Publicidad en la Adquisición de Propiedad Romana". En: CATHEDRA Espíritu del Derecho 5. Palestra Editores. Lima, 1999. p.28.

<sup>2</sup> CASTAN TOBEÑAS, José. "Derecho Civil Español Común y Foral". Tomo II (Derecho de Cosas). Volumen I. Décima Edición revisada y ampliada. Instituto Editorial Reus. Madrid, 1964. p. 22.

Tradicionalmente, se ha sostenido que existen diferencias entre los llamados derechos personales y los derechos reales. Explican Planiol y Ripert que los derechos de crédito no existen más que contra una sola persona o, si hay varios deudores, éstos siempre son limitativamente determinados. En cambio, los derechos reales pueden invocarse contra todos pues implican la existencia de una obligación para todos, de ahí surgen las facultades de persecución y preferencia. El crédito es un derecho relativo mientras que el derecho real es absoluto<sup>3</sup>.

En este marco es necesario responder algunas cuestiones fundamentales, a saber: ¿porqué algunos derechos patrimoniales otorgan a sus titulares las facultades de persecución y preferencia con relación al objeto del derecho, y otros no?, ¿qué ocurre en las relaciones patrimoniales para que, algunas veces, las titularidades sean eficaces frente a todos y otras sólo entre las partes que les dieron origen?, ¿cuál es la justificación de semejantes diferencias? Creemos que la razón es lógica y práctica, aunque escasas veces haya sido expresada.

La razón se encuentra en la naturaleza de los objetos involucrados en las relaciones jurídicas, y en la forma como el sistema permite que surjan titularidades sobre ellos. Existen objetos que al ser incorporados de cierta forma en las relaciones jurídicas, sólo pueden generar derechos de existencia y ejercicio exclusivos, pues de lo contrario, el interés de los titulares y del mercado en general corría el peligro de frustrarse y con ello todo el sistema entraría en caos.

Esta situación se presenta sólo cuando el objeto del derecho tiene contenido específico y respecto de él se ha atribuido un derecho actual, inmediato y directo. Objeto de contenido específico se refiere a todo contenido de derecho plenamente determinado, de modo que el objeto se considera único aunque existan otros de la misma especie, cantidad y calidad. La atribución de un derecho actual significa que el objeto ha sido incorporado en la esfera patrimonial del sujeto, no como expectativa sino como una realidad presente y exigible. Cuando el objeto tiene estas características podríamos decir que estamos frente a un "bien"<sup>4</sup>

Este alcance evidencia nuestro interés por definir a los "bienes" en términos relativos o en función a la relación en la que están involucrados. Consideramos que no es posible definir a los "bienes" *per se*. Sólo son "bienes" las cosas que se encuentran comprendidas en una relación (algunos dirán, situación jurídica) de cierta manera. En este sentido, prescindimos para la calificación de "bien" de su carácter material o inmaterial. Es el modo como se involucra como objeto de ciertas titularidades lo que le da esa condición. Comprobemos estas afirmaciones con ejemplos.

Si Pedro es propietario del predio X (objeto plenamente especificado), en la medida que este derecho confiere todas las facultades sobre el bien (exclusividad), nadie más puede ser propietario sobre dicho predio al mismo tiempo que Pedro, a menos que éste haya consentido en ello, lo contrario sería una locura, un absurdo. Esta es una primera constatación de la realidad.

Un sistema civilizado no permitiría que sobre el mismo bien existan dos o más titulares con las mismas prerrogativas. En este sentido, una vez que se encuentra identificado el titular de un derecho que recae sobre estos objetos, el sistema debe proporcionar a su titular facultades de persecución y preferencia para asegurar su condición, haciendo que la titularidad sea eficaz respecto de todos y no sólo respecto de quien la transmitió. Estos son los derechos que tradicionalmente se conocen como derechos reales (la propiedad, uno de ellos) y la característica anotada se conoce como oponibilidad<sup>5</sup>.

La relación que describimos es distinta de aquéllas en las que el derecho recae sobre una generalidad, o donde la titularidad es sólo potencial. Es el caso de quienes tienen derecho a que se les preste un servicio no exclusivo, o se les entregue un objeto expresado únicamente por su especie, número y calidad, o cuando el derecho se encuentra sujeto a alguna condición o está mediatizado por el pacto o la ley. En estos supuestos, la naturaleza de la prestación de hacer no exclusiva, la generalidad del objeto involucrado o su carácter sólo potencial, determinan que la titularidad que surge no requiera oponibilidad en términos absolutos, pues debido, precisamente, a la prestación de hacer no exclusiva, por la generalidad

<sup>3</sup> PLANIOL, Marcelo y RIPERT, Jorge. "Tratado Práctico de Derecho Civil Francés". Tomo III (Los Bienes). Cultural S.A. Habana, 1940. p. 48.

<sup>4</sup> Existen por supuesto muchas nociones acerca de lo que debe entenderse por "bien", sin embargo aquí proponemos que tal concepto se reserve para los objetos de derecho respecto de los cuales existen las condiciones de especificidad y actualidad antes referidas. Al respecto puede verse: BIONDI, Biondo. "Los Bienes". Bosch, Casa Editorial. Barcelona, 1961. p. 33

<sup>5</sup> Si bien ésta es la justificación para la existencia de derechos oponibles, la condición de los objetos de derechos y las titularidades que recaen sobre ellos no se agota en la esfera de los llamados derechos reales, sino que se extiende a todo derecho lícito creado en el ámbito de la autonomía de la voluntad, que al estar referido a objetos de contenido específico igualmente requieren que no se multipliquen las titularidades inadvertidamente.

o la potencialidad, podrían coexistir varios titulares con idénticos derechos sobre objetos también idénticos en su generalidad. Por ejemplo, Juan puede tener derecho a que Pedro le entregue 10 lapiceros azules y Roberto tener el mismo derecho, sin que ninguno de los dos titulares vea amenazado su interés. Es cierto que la identidad no es absoluta pues cada titular da lugar a una relación jurídica diferente, e incluso se podría sostener que el objeto nunca es el mismo aunque se expresen de la misma forma. Sin embargo, es innegable que tal nivel de identidad es imposible en las relaciones donde el objeto se encuentra especificado a favor de un titular. Si Juan ya es propietario de los lapiceros azules o sin serlo aún, su derecho exclusivo ha identificado el objeto cierto, entonces nadie más debería tener derechos sobre dichos bienes<sup>6</sup>.

Lo mismo puede ocurrir con los servicios o los comportamientos comprometidos de modo exclusivo frente a un acreedor. Lo que ocurre es que, tratándose de éstos, no es usual la exclusividad, pero cuando ella es parte de la relación los efectos a los que nos hemos referido son los mismos y, por tanto, también se les debería considerar "bienes".

Ahora bien, un derecho con objeto expresado sólo en su generalidad, no le permite a su titular (no es necesario) ejercer persecución o preferencia alguna por la propia naturaleza del objeto. Empero, ese mismo derecho al ser involucrado en otra relación jurídica (cesión de derechos, prenda o usufructo<sup>6</sup> de créditos, por ejemplo) se convierte en un objeto nuevo, esta vez de contenido específico respecto del titular que se ha sucedido (cesionario, acreedor prendario o usufructuario, por ejemplo).

Cuando el objeto del derecho es centro de imputación de titularidades exclusivas podemos hablar de "bienes". Por ello, esta presentación sirve para identificar el concepto de "bien" que luego, a su vez, explicará una de las características más importantes del derecho de propiedad, que es la de ser oponible *erga omnes*, y servirá para abrir un panorama nuevo en la identificación de aquéllo que es objeto de relaciones oponibles.

En este escenario, el contenido de las relaciones oponibles prescinde del modelo económico al cual

asiste como parte del sistema jurídico. Se suele escuchar que la economía de mercado tiene como característica y exigencia del modelo la existencia de derechos oponibles, a diferencia de otros modelos económicos que propugnan lo contrario. Con el planteamiento que hacemos se demuestra que semejante afirmación es falsa, pues la oponibilidad es una exigencia de la naturaleza de los objetos involucrados y no del modelo económico. La oponibilidad es una cuestión de orden lógico, no de modelos económicos. En todo caso si algo tiene que ver con éstos, es su inevitable presencia en cualquier modelo.

Los títulos del Mercado de Valores ofrecen una peculiaridad tal que constituyen el escenario perfecto para ejercitar las consideraciones antes expuestas. En efecto, los títulos del referido mercado tienen una doble faz. De un lado, constituyen obligaciones con objetos de contenido genérico (relaciones patrimoniales entre un accionista o acreedor y la sociedad emisora), y por el otro, se involucran en operaciones que en algunas ocasiones dan lugar a titularidades exclusivas con identificación de objeto.

Insistamos en el caso de Juan aplicando esta vez bienes del Mercado de Valores. Juan tiene derecho a que se le entreguen 100 acciones tipo B de Telefónica del Perú. Si bien el derecho de Juan está referido a cosas materiales, éstas están expresadas como generalidad, por lo que su derecho no recae directamente sobre ellas. Si la entrega debe efectuarla Pedro, éste podría haber comprometido el mismo objeto así expresado con otros 100 interesados, sin que ello signifique una amenaza para el derecho de ninguno de los acreedores, pues ninguno tiene un derecho que identifique los bienes comprendidos. En estos casos los objetos involucrados no son "bienes", sino comportamientos, y los titulares no necesitan contar con las facultades de persecución y preferencia. Las relaciones, por supuesto, no necesitan ser oponibles.

La exclusividad es la nota característica de las relaciones jurídicas que involucran objetos de contenido específico, y es a partir de la misma que se puede establecer una diferencia fundamental con los derechos llamados de crédito donde tal condición no está presente normalmente<sup>7</sup>. La exclusividad es también

<sup>6</sup> Bajo el esquema de los derechos reales, la oponibilidad se refiere a situaciones en las cuales el titular ya ha adquirido el derecho real. Antes, aunque el objeto se encuentre especificado y sobre él exista cierto derecho, no existe oponibilidad. Sin embargo, pese a esta concepción que tiene que ver con el número cerrado de derechos reales, en nuestro sistema legal se alcanza oponibilidad efectiva de objetos especificados aun sin que medie el conocimiento efectivo de un derecho real, cuando el derecho se inscribe en los Registros Públicos.

<sup>7</sup> La exclusividad, además de ser una exigencia lógica de ciertos objetos de relación jurídica, puede provenir del pacto y en tal sentido estar presente incluso en relaciones jurídicas donde el objeto de la prestación es genérico o constituye un hacer o un no hacer. En estos casos resulta igualmente necesaria la oponibilidad, sin embargo el sistema no se preocupa de ellos y deja a las partes la responsabilidad de salvaguardar sus titularidades de otras pretensiones sobre el mismo objeto que amenacen la exclusividad.

una exigencia de la realidad, pues sólo así se logra que los derechos funcionen pacíficamente. Si Juan es propietario de 100 acciones tipo B de Telefónica del Perú identificadas con cierta numeración, es obvio que no debería existir otro propietario sobre el mismo grupo de bienes, porque los dos no podrían ejercer, simultáneamente, los poderes inherentes a la propiedad.

Desde el punto de vista técnico, una vez que existe un titular de la propiedad sobre un objeto de contenido específico ya no puede existir otro propietario al mismo tiempo. El sistema otorga al titular, al único posible, las atribuciones de persecución y preferencia para hacer valer su condición frente a los que se atribuyen o pretenden la misma titularidad. Ésta es la respuesta del sistema legal para cautelar el derecho de los titulares de bienes (lo que interesa al titular).

En el ámbito del sistema económico (lo que interesa a toda la sociedad), lo característico de la distinción que desarrollamos no es la persecutoriedad y la preferencia, sino la oponibilidad. La oponibilidad es una herramienta que interesa a la Sociedad. Es un elemento necesario para lograr que los derechos que recaen sobre objetos de contenido específico se ejecuten adecuadamente, sin conflictos, sin concurrencia de varios sujetos que pretenden ser titulares del mismo objeto. Así pues, oponibilidad, oponibilidad *erga omnes* como se dice, debe aludir al conjunto de mecanismos que el sistema utiliza para lograr tales propósitos, no en beneficio de un titular en particular sino a favor del sistema en su conjunto.

Como adelantamos antes, es normal que se atribuya el rigor de la oponibilidad a las exigencias de la economía de mercado, sin embargo, en realidad se trata de una exigencia mínima de orden, presente por obvias razones en todo sistema social y económico. Si para la economía de mercado y el análisis funcional es más alarmante la ausencia de la oponibilidad en esta clase de relaciones, se debe únicamente a que dicho modelo económico y el referido método de análisis explican el desarrollo económico y social sobre la base del uso intensivo de las operaciones de intercambio, y en este sentido resulta más grave la ausencia de oponibilidad en los sistemas que se rigen por las reglas del mercado.

Si la exclusividad es la nota característica de esta clase de derechos, entonces la publicidad es el mecanismo más importante para su existencia. Cuando el objeto del derecho es único (objeto de contenido específico),

todos los problemas quedan superados si el mercado está plenamente informado sobre la titularidad de los derechos y su contenido<sup>8</sup>. Todos sabremos con quien contratar o con quien vincularnos sin caer en error.

Por estas razones, todo sistema jurídico debe contar con mecanismos de publicidad en la constitución, modificación y extinción de los derechos sobre bienes. Normalmente, estos mecanismos se expresan en fórmulas que se aplican como requisitos para el nacimiento del derecho. De ese modo, se asegura publicidad adecuada desde el momento inicial de la titularidad.

La publicidad registral y la posesión son mecanismos que cumplen esta función, siendo la primera la que mejor afronta la tarea de informar al mercado sobre la existencia de una titularidad exclusiva. Por supuesto nos referimos a una publicidad registral constitutiva del derecho, aquélla que hace surgir la titularidad. Este no es el caso del sistema peruano donde el registro no es requisito para el nacimiento de los derechos sobre bienes. Entre nosotros son las obligaciones las que tienen ese efecto.

En el caso de la posesión, se cree que la exigencia de la tradición o entrega de los bienes como requisito para el nacimiento de ciertos derechos, constituye un elemento de publicidad de la titularidad. Si el bien cambia de poseedor - se dice - de alguna manera el mercado se informa de la alteración patrimonial y estará prevenido al momento de tomar decisiones sobre el bien.

En este marco, interesa revisar si en el Mercado de Valores las titularidades están referidas a objetos de contenido específico y si el sistema legal ha previsto mecanismos de oponibilidad suficientes para asegurar la información en la transferencia de dichas titularidades. La peculiar naturaleza de los títulos a los que nos referimos y las peculiaridades del mercado en el que circulan, justifica plenamente el tratamiento del tema.

## II. LOS TÍTULOS DEL MERCADO DE VALORES Y LAS RELACIONES JURÍDICAS OPONIBLES DE LAS QUE SON OBJETO

### 1. Naturaleza del Mercado de Valores

El concepto más elemental del Mercado de Valores conduce a su definición como el mercado en el cual

<sup>8</sup> Cuando los objetos de derecho son genéricamente considerados, la publicidad no es esencial porque en ese caso la existencia de un derecho no depende de su exclusividad, sino de las posibilidades de actuación personal del obligado. La exclusividad puede ser incorporada por el convenio, pero la misma no es esencial para la existencia del derecho.

se negocian y disponen de valores. Se trata de una secuela de negocios jurídicos que van desde la emisión del título, su primera colocación y sucesivas transferencias, hasta su extinción circulatoria. La noción de mercado deriva de la participación de vendedores y oferentes de los títulos y de los compradores o demandantes de los mismos<sup>9</sup>.

El Mercado de Valores tiene gran importancia por las funciones que cumple. Constituye una fuente de financiamiento para las empresas no sólo a través de la colocación de acciones que representan un incremento del capital, sino también les permite obtener recursos que se comprometen a devolver a mediano y largo plazo, generalmente por montos importantes. Así, el Mercado de Valores moviliza grandes volúmenes de inversión, posibilitando además la presencia de pequeños ahorristas que de otra manera no podrían participar de los riesgos y beneficios de los grandes negocios. La importancia de este mercado, sin duda tiene que ver con el papel protagónico que la empresa ha adquirido en el mundo moderno<sup>10</sup>.

Es importante presentar algunas definiciones que nos familiaricen con el Mercado de Valores. Se puede distinguir entre Mercado Primario, Mercado Secundario, Mercado Bursátil y Mercado Extrabursátil.

El Mercado Primario es el mercado de las emisiones, es el segmento donde se realiza la primera colocación de los valores. Normalmente el precio de estos valores es el expresado en el título. Constituye una fuente de captación de recursos financieros, por lo que se le llama también mercado de financiamiento<sup>11</sup>.

El Mercado Secundario es el mercado de las transacciones con valores que se negocian luego de la primera colocación. Es el segmento donde se transfieren los títulos y donde cada adquirente tiene la posibilidad de realizarlos. A este mercado concurren los vendedores y compradores de títulos que se encuentran en circulación. El precio, en este caso, viene dado normalmente por la oferta y la demanda, sin tener en cuenta el valor nominal<sup>12</sup>.

El Mercado Bursátil es la expresión organizada del Mercado de Valores (normalmente una persona jurídica se hace cargo de la organización: Bolsa de Valores), y constituye el escenario y conjunto de mecanismos para que los agentes económicos que

participan en el Mercado de Valores puedan canalizar intereses y cerrar sus operaciones. Las normas señalan las características de este mercado, los valores que operan en él y las condiciones que deben cumplir las personas que se encargan de la organización.

Finalmente, el Mercado Extrabursátil es el escenario para la negociación de títulos no admitidos a la negociación en el Mercado Bursátil. No necesariamente se trata de un mercado desorganizado, pues las bolsas de valores suelen incorporar en su ámbito ciertos espacios para la negociación de títulos que no se admiten en el Mercado Bursátil, tal es el caso de los mecanismos conocidos como Mesa de Negociación y Mesa de Productos<sup>13</sup>.

La transferencia de propiedad en el Mercado de Valores que analizaremos es la que se produce en el Mercado Secundario del Mercado Bursátil. Sin embargo, es inevitable que nos ocupemos del Mercado Primario, pues ahí se encuentra el origen de la titularidad y, por tanto, es el primer escenario donde hemos de verificar si el sistema legal para el Mercado de Valores cumple satisfactoriamente las exigencias de publicidad y oponibilidad de derechos.

En el Perú, la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861), vigente desde el 23 de octubre de 1993, (en adelante LMV) no define lo que se entiende por Mercado de Valores, empero en su segundo considerando indica que dicho mercado es un mecanismo de canalización directa de recursos. Señala que constituye una alternativa para el financiamiento, adicional a las actividades de intermediación financiera directa realizadas por los bancos y otras entidades financieras.

Es necesario referir algunas definiciones de la LMV que utilizaremos luego al analizar la transferencia de propiedad de valores. En su artículo 4 la LMV se refiere a la Oferta Pública como la invitación adecuadamente difundida que una o más personas naturales y jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios. Se refiere también la LMV (artículo 53) a la Oferta Pública Primaria, entendiéndose por tal la oferta pública de nuevo valores que efectúan las personas jurídicas. El artículo 64 de la LMV define la Oferta Pública Secundaria como

<sup>9</sup> VIDAL RAMIREZ, Fernando. "La Bolsa de Valores (Un Ensayo de Derecho Bursátil)". Cultural Cuzco S.A. Lima, 1988. p. 17.

<sup>10</sup> RADRESA, Emilio. "Bolsas y Contratos Bursátiles". Ediciones de Palma. Buenos Aires 1995. p. 2

<sup>11</sup> VIDAL Op. Cit. p. 19

<sup>12</sup> VIDAL Op. Cit. p. 19

<sup>13</sup> VIDAL Op. Cit. p. 20

aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente. La norma agrega que constituyen ofertas públicas secundarias, entre otras, la oferta pública de adquisición, la oferta pública de venta y la oferta de intercambio.

En el Perú el Mercado Bursátil se desarrolla a través de Mecanismos Centralizados de Negociación. El artículo 110 de la Ley define a estos mecanismos como aquellos que reúnen o interconectan simultáneamente a varios compradores y vendedores con el objeto de negociar valores. Agrega la norma que la negociación de valores que se efectúa en rueda de bolsa y los demás mecanismos centralizados constituyen oferta pública. Uno de los mecanismos centralizados más importantes es el que se conoce como rueda de bolsa, a través del cual empresas autorizadas a las que se denomina Sociedades Agentes de Bolsa, realizan transacciones con valores inscritos.

Un papel muy importante en el funcionamiento del Mercado Bursátil en el Perú está a cargo de las denominadas bolsas de valores. Se trata de asociaciones civiles de servicio al público y especiales características, conformadas por sociedades agentes. Tienen por finalidad facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de valores de oferta pública en forma justa, competitiva, ordenada, continua y transparente.

También son actores importantes del Mercado de Valores en el Perú la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores (CONASEV) y las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV). CONASEV es el organismo público que se encarga de fiscalizar el adecuado funcionamiento del Mercado de Valores, a través de una serie de competencias, desde el registro de los valores y las empresas emisoras, hasta el registro y control de las bolsas de valores y las ICLV.

Por su parte, las ICLV cumplen una función fundamental en el tráfico del Mercado de Valores. Como señala el artículo 223 de la LMV, estas instituciones son sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo el registro, custodia, compensación, liquidación y transferencia de valores. Es decir, las ICLV son la fuente de información principal y de hecho dan cuenta de la existencia de los valores, sus alcances, sus titulares y las operaciones o derechos que se realizan o pesan sobre ellos.

## 2. Los Títulos del Mercado de Valores como Bienes. Naturaleza Jurídica de los Títulos.

El artículo 1 de la LMV señala que están comprendidas en su ámbito las ofertas públicas de valores mobiliarios. Es decir, los bienes comprendidos en las operaciones materia de la Ley son los denominados valores mobiliarios.

Por su parte, el artículo 3 de la LMV señala 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. Nótese que la norma no define a los valores mobiliarios en función a su materialidad o inmaterialidad, simplemente señala que son "emitidos" en forma masiva.

Aunque podría decirse que sólo es susceptible de "emisión" un valor mobiliario materializado o que conste en un documento, ya que lo inmaterial no se "emite", veremos más adelante que el Mercado de Valores en el Perú también está integrado por títulos que no nacen por medio de documentos que se «emiten», sino que se originan por otros medios.

En las definiciones clásicas se entiende que los valores mobiliarios son una especie de los títulos valores, es decir documentos que tienen incorporados derechos patrimoniales y que están destinados a la circulación.

Una característica fundamental que apunta la doctrina señala que estos valores son emitidos en serie, es decir todos ellos representan una identidad de derechos y confieren la calidad de socio o acreedor con los alcances establecidos en el título. Se señala también que la característica de ser títulos seriales no impide que los valores mobiliarios tengan individualidad, sin embargo, dicha individualidad los convierte en bienes muebles de carácter fungible, esto es que un título equivalga a otro de la misma serie. La fungibilidad significa que un título tiene las mismas características que los demás de la misma serie y que todos entran al mercado como cosas del mismo género<sup>14</sup>. Esta característica es muy importante para la operatividad del Mercado de Valores, y es además determinante para el sistema de transferencia de propiedad, conforme veremos más adelante.

Otras características de los títulos mobiliarios tienen que ver con el hecho de ser títulos causados, ya que

<sup>14</sup> VIDAL Op. Cit. p. 150

resultan de una operación jurídica que los mantiene ligados a su origen a pesar de las sucesivas transferencias. También -se dice- los valores mobiliarios son títulos incompletos pues su contenido literal no expresa la totalidad de derechos incorporados en el título. Finalmente, se señala que los valores mobiliarios son títulos libremente transferibles por la propia naturaleza del mercado en el cual operan<sup>15</sup>.

Estas características están recogidas de algún modo en la definición contenida en el antes referido artículo 3 de la LMV. En efecto, la emisión serial que da lugar a la fungibilidad de los valores se puede desprender del carácter masivo de la emisión, conforme señala el artículo 3. En la misma línea, el artículo 62 del Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores (aprobado por Resolución CONSASEV 031-99-EF/94.10), al referirse a los valores representados por anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión, clase o serie de características iguales, señala que éstos se consideran fungibles de modo que quien aparece como titular de un valor en el registro contable lo es de una cantidad determinada de los mismos sin identificar individualmente los valores.

Con relación a la libre transferibilidad, la norma es expresa al señalar que cualquier limitación a dicha libertad contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo carece de efectos jurídicos.

Ahora bien, conforme a lo establecido por el artículo 80 de la LMV, 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. Agrega la norma que cualquiera fuera su forma de representación los valores confieren los mismos derechos y obligaciones a sus titulares.

Los títulos son los documentos, forma clásica de representación de los valores mobiliarios. La anotación en cuenta constituye el mecanismo novedoso. El artículo 209 de la LMV dispone que la representación mediante anotaciones en cuenta puede comprender a todos o parte de los valores integrantes de una misma emisión o serie. Agrega este mismo artículo que la forma de representación de valores es una decisión voluntaria del emisor y constituye una condición de la emisión susceptible de modificación.

Según el artículo 211 de la LMV el nacimiento de los valores mobiliarios por anotaciones en cuenta, tiene

lugar al producirse su inscripción en el correspondiente registro contable de la ICLV. Previamente, el emisor debe haber presentado ante la correspondiente ICLV así como ante la CONASEV y la bolsa de valores o entidad responsable de la conducción de los mecanismos centralizados, el testimonio de la escritura pública en el que consten las condiciones y características de los valores a ser representados por anotaciones en cuenta.

Sean títulos que constan en instrumentos, o aquellos que se constituyen por anotaciones en cuenta, los valores mobiliarios son peculiares objetos de derecho, por lo que para establecer los alcances del derecho de propiedad que existe o puede existir sobre ellos es necesario hacer algunas precisiones.

Cuando se trata de valores mobiliarios que se encuentran en el Mercado Primario de Valores, debemos distinguir entre la situación que se presenta antes de la adquisición o colocación de los valores, de aquella que se presenta después. Evidentemente, antes de la colocación los valores no existen como objeto de derecho de propiedad. El emisor no es propietario de los títulos que pretende colocar en el mercado, ni siquiera es deudor de las obligaciones o derechos comprendidos en ellos, pues mientras no exista una persona o conjunto de personas que ocupen el lugar de titular o titulares de los valores, no se configura ninguna relación jurídica que tenga por obligado al emisor. En este sentido, antes de la colocación, los valores no son nada como objeto de derechos, salvo en su condición de "papel". Los instrumentos o las anotaciones en cuenta que preexisten a la colocación son sólo situaciones jurídicas.

Aunque el artículo 886 inciso 5 del Código Civil y el artículo 13 de la LMV parecen atribuirle carácter de "bien" a los valores mobiliarios, con prescindencia de si se encuentran colocados o no, en nuestra opinión es imprescindible hacer la distinción antes referida. Si se concluyera que los valores mobiliarios son bienes antes de su colocación, tendríamos que admitir que respecto de ellos existe un propietario que asume y ejerce los efectos jurídicos de dicha condición, lo cual es absurdo antes de que exista un acreedor. -

Según los elementos que expresamos en la introducción de este trabajo, la condición de bien viene dada por la naturaleza de los derechos que sobre un objeto determinado tiene una persona, y por el carácter específico de éste. En el caso de los valores mobiliarios no colocados,

<sup>15</sup> VIDAL Op. Cit. p. 151

no sólo está ausente la titularidad exclusiva sobre bien cierto, sino que no existe ninguna titularidad.

Al producirse la colocación de los valores es claro que la situación cambia. Los valores ingresan a un patrimonio cuyo titular tiene derechos sobre ellos. Es decir, los valores se convierten en objeto de derechos. Ahora bien, tampoco este hecho es suficiente para concluir sobre la naturaleza de los títulos en el Mercado de Valores. Tenemos que definir qué clase de derechos son aquellos que se conceden al titular de los valores, pues sólo si esos derechos son exclusivos y le otorgan a dicho titular un poder de actuación inmediato y directo sobre la cosa específicamente considerada, es que podremos concluir que estamos frente a "bienes" de acuerdo a la posición que hemos expresado.

Los valores mobiliarios representan derechos patrimoniales, esa es su principal función. Es decir, son instrumentos para movilizar con facilidad los derechos a los cuales se refieren. El interés por los valores mobiliarios no radica en ellos mismos como entidad jurídica autónoma, sino en tanto reflejo de los derechos patrimoniales que les dan contenido.

El carácter instrumental de los valores mobiliarios está íntimamente ligado a su condición cartular o documentaria. La razón por la cual los derechos patrimoniales requerían ser representados en el tráfico fue, justamente, para crear un mercado confiable de derechos, los mismos que por su naturaleza no tienen materialidad. Los derechos de crédito, incluso los que derivan de la condición de accionista en una sociedad, no requieren materializarse en documentos para poder existir, sin embargo dicha materialidad si es necesaria para la transferencia de los derechos. Ésta fue la utilidad inicial y fundamental de los valores mobiliarios como mecanismos de representación de derechos. Existe pues una íntima relación entre la materialidad de los títulos y su fundamento jurídico.

En el caso de los títulos valores, su materialidad genera un espacio para nuevas titularidades, aunque amparadas en el valor de los derechos contenidos en ellos. No cabe duda que estos títulos son objeto de los derechos que de ordinario recaen sobre cualquier "bien", precisamente como parte de su condición material. Los títulos valores son objeto de propiedad, posesión, usufructo, garantías y otros derechos reales. Simultáneamente, se mantienen en el contenido de estos títulos los derechos patrimoniales que son su objeto último, respecto de los cuales el titular es acreedor más no propietario, poseedor, usufructuario o titular de derecho real alguno. Por razón del tráfico existe equiparidad entre la titularidad sobre el documento y

la titularidad sobre el derecho contenido en él, sin embargo, analizada cada titularidad por separado se notan claramente las diferencias. El titular del derecho contenido en el título será en algunos casos titular de un derecho que no necesita oponibilidad y en otros titular de un derecho con objeto específico. Todo depende del modo como se exprese el objeto. Por ejemplo, es claro que los titulares de obligaciones dinerarias, frente al emisor no tienen un derecho oponible, ni lo necesitan. En el caso de las acciones existe cierto nivel de oponibilidad por obvias razones.

Si bien los valores mobiliarios del Mercado de Valores comparten algunas características centrales de los títulos valores, es necesario tener en cuenta que el escenario del referido mercado es distinto de aquél donde de ordinario circulan los títulos valores. El Mercado de Valores, específicamente el Mercado Bursátil, funciona principalmente a través mecanismos centralizados, los que exigen que los valores sean incorporados o entregados a las entidades que controlan dichos mecanismos, como un medio para facilitar y agilizar las operaciones del Mercado de Valores.

La entrega de los títulos a la bolsa de valores con el propósito de la circulación, genera que el titular pierda control físico del documento, pero conserva inmovible el derecho contenido en él. Sólo cuando vía transferencia se procede al cambio de titular, se pierde el derecho. Mientras los títulos permanezcan en la bolsa los derechos contenidos en ellos se transferirán del modo previsto por las partes e instruyendo a la bolsa sobre el cambio de titular al cual se le asignan el número de valores correspondientes a la clase y serie indicados por el titular. Empero, si por cualquier razón la bolsa asigna derechos a persona distinta de la señalada por el titular transferente, generando un tercero de buena fe, el verdadero titular pierde derecho sobre el título y ciertamente sobre los derechos representados, sin perjuicio de la acción indemnizatoria contra la bolsa.

Se reconoce pues como indispensable para operar del modo antes referido, que los títulos depositados tengan la condición de fungibles. Los títulos no podrían ser sustituidos unos por otros si constara la identidad o identificación del titular en el tenor literal del documento. Así, la titularidad de los valores que participan en el Mercado de Valores se expresa únicamente mediante referencias a la cantidad, especie y calidad de los valores. De este modo los valores circulan con agilidad, correspondiendo a la entidad a cargo del mecanismo centralizado cuidar que las operaciones se desarrollen de modo transparente a fin de no perjudicar el interés de los participantes.



Algo parecido, aunque ciertamente diferente, ocurre cuando se realiza un depósito de dinero ante una entidad del sistema financiero o, cuando se cambia dinero por fichas en un casino. Si bien se le llama depósito a este negocio jurídico, en realidad el depositante deja de ser propietario del dinero, el que por su carácter fungible pasa al patrimonio o a las cuentas del depositario, quedando éste obligado a restituir uno de la misma especie, cantidad y calidad. ¿Acaso podría sostenerse que el depositante tiene un derecho oponible sobre los bienes depositados que le permite perseguirlos y recuperarlos? La respuesta es negativa.

Si fuera el caso que la entidad financiera o el casino quedara en insolvencia, los depositantes tendrían que esperar como cualquier acreedor a que se determine si el patrimonio de la entidad alcanza para pagar sus obligaciones. No existen pues derechos exclusivos, inmediatos y directos sobre bienes específicamente considerados.

La situación que describimos tiene gran relevancia a efectos de concluir sobre la naturaleza jurídica de los valores mobiliarios que operan en el Mercado de Valores, pues si en definitiva los titulares de estos valores no tienen, con relación a ellos, sino derechos que se expresan de modo genérico, no es posible atribuir a dicha titularidad la calidad de oponible y en consecuencia no es posible atribuirle la condición de "bienes" a los valores mobiliarios así expresados, al menos no con relación a sus titulares. ¿Cómo podría considerarse que existe relación oponible, tratándose de derechos cuyo objeto no se encuentra específicamente determinado?

La legislación prevé los mecanismos de seguridad para que los titulares de valores que operan a través de mecanismos centralizados puedan resarcirse de los perjuicios que les produzcan las incorrecciones del mercado o el actuar indebido de las bolsas de valores. Sin embargo, resulta difícil imaginar que entre dichos mecanismos se encuentre la acción reivindicatoria o cualquier otra acción tendente a recuperar específicamente ciertos títulos y no otros.

Ocurre lo mismo que describimos en los ejemplos del capítulo introductorio. Si el titular de un derecho lo es sólo respecto de una generalidad, entonces su relación jurídica no requiere oponibilidad ni publicidad porque su derecho no depende de que el obligado sea efectivamente titular de bienes específicamente considerados, sino que precisamente por la generalidad

del objeto, el obligado tenga amplias posibilidades de cumplir, pues su compromiso no está referido a un objeto específicamente considerado. Por el lado del titular del derecho, como acreedor de un comportamiento que le da acceso a una esfera patrimonial específica (contenido patrimonial del valor mobiliario), su condición y la naturaleza del objeto involucrado le otorgan el derecho de solicitar el cumplimiento de su crédito consistente en hacerle gozar, a efectos de la disposición o la realización, de los derechos patrimoniales contenidos en el valor.

En estas circunstancias, pierde sentido la noción de valor mobiliario como objeto de derecho autónomo frente a los derechos patrimoniales contenidos en él. Con el establecimiento de mecanismos centralizados, el sistema legal ha desarrollado otras formas de asegurar y agilizar las operaciones referidas a derechos patrimoniales, que ya no pasan por utilizar a los valores como bienes sobre los cuales existen derechos oponibles. Esta misma constatación nos permite concluir que en realidad carece de sentido atribuir la condición de "bienes" a los valores mobiliarios del Mercado de Valores.

La situación que describimos se hace más evidente tratándose de los valores que operan mediante anotaciones en cuenta. En esta clase de valores definitivamente se ha superado la representación documental como medio para agilizar las operaciones de cesión de derechos patrimoniales. En la práctica, es ésta la única modalidad como ha operado el Mercado Bursátil en el Perú.

El proceso del que nos ocupamos es reconocido en la doctrina especializada como Desincorporación Cartular. Al respecto, la doctrina ha distinguido entre sistemas correctores y sistemas sustitutivos. Unos se refieren a la exclusión de la circulación física de los títulos que sin embargo subsisten como tales, y otros se refieren a la exclusión de la propia existencia material de los títulos. La primera alternativa significa la eliminación de la circulación material del título, a través de la inmovilización del mismo mediante un depósito ante la entidad que controla los mecanismos centralizados. La segunda alternativa representa la desaparición total del título<sup>16</sup>.

En el Perú coexisten teóricamente los dos sistemas. Sin embargo, sólo opera el sistema sustitutivo. Los títulos de nuestro Mercado Bursátil nacen mediante anotaciones en cuenta, donde se prescinde totalmente del

<sup>16</sup> ESPINA, Daniel. "Las Anotaciones en Cuenta. Un Nuevo Medio de Representación de los Derechos". Civitas. Madrid, 1995. p.56.

documento, siendo un instrumento esencial para la operación en dicho ámbito la partida contable. La existencia del derecho ya no depende del documento, ni de su depósito ante un tercero, sino simplemente de su anotación.

Es un hecho que la manipulación y transferencia de los derechos, por esencia inmateriales, requieren de un sustento material. En un momento el tráfico, las necesidades y características del mercado determinaron que el uso del papel fuera el medio idóneo para satisfacer dicha exigencia. Sin embargo, no debemos perder de vista el carácter instrumental de dicha solución. Así, sí es posible encontrar un mecanismo que asegure el funcionamiento adecuado del mercado de transferencias de derechos, sin tener que hacer representar éstos en papeles o documentos. No debe existir ningún inconveniente en sustituir mecanismos superados, y esto es precisamente lo que ocurre con las anotaciones en cuenta.

Cuando se habla de valores mobiliarios anotados en cuenta, no significa entonces que verdaderamente existan títulos valores representativos de derechos que se anotan en cuenta. Lo que ocurre es que la cuenta se constituye en el nuevo instrumento de representación de los derechos patrimoniales que circulan en el mercado. En rigor, desaparece la noción de título como representación de derechos, a pesar de que las normas sobre la materia siguen utilizando un lenguaje que parece conservar la distinción entre derechos patrimoniales y títulos representativos.

Al igual que en el caso de los valores expresados en títulos que se depositaban ante entidades autorizadas, a efectos de conducir mejor el mercado; en el caso de los valores que surgen por anotaciones en cuenta, se trata de objetos fungibles y, por tanto, respeto de ellos no tiene su titular un derecho real de propiedad, sino sólo una expectativa a que se le haga gozar o permita realizar los derechos patrimoniales anotados en cuenta. Al respecto señala el artículo 62 del Reglamento de Instituciones y de Compensación y Liquidación de Valores, que los valores representados por anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión, serie y características iguales, 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.

La norma antes referida es muy importante porque expresamente reconoce que los titulares de derechos o valores anotados en cuenta no tienen derechos individualizados sobre los valores. Sólo son titulares

de una generalidad. En consecuencia, no se puede sostener que dichos titulares gocen de derechos oponibles con relación a los valores anotados, pues respecto de ellos sólo existe un crédito frente al obligado por su custodia o administración.

Sólo en ciertas circunstancias muy especiales previstas en la misma norma, los valores dejan de tener esta condición, en cuyo caso, se retorna a la noción de título como derecho individualizado y específico en favor de una persona. Se refiere la norma a los casos en los que el derecho ha sido incorporado en otra relación, como cuando se le grava o es embargado, en cuyo caso los derechos salen del Mercado Bursátil.

### III. LA TRANSFERENCIA DE «PROPIEDAD» EN EL MERCADO DE VALORES

En el Mercado de Valores peruano las operaciones de transferencia y constitución de derechos reales sobre valores mobiliarios, sólo se realizan a través de mecanismos centralizados, y siempre que los títulos se encuentren desmaterializados mediante su anotación en cuenta. Es decir aun cuando se reconoce la existencia de valores mobiliarios que sólo constan en títulos (documentos), en la práctica sólo es posible la negociación y operación en la bolsa de valores, si los valores se encuentran previamente anotados en cuenta.

El Título VIII de la LMV se ocupa de la transferencia de los valores mobiliarios, a los cuales llama títulos. El artículo 213 señala expresamente que la transmisión de los valores opera por transferencia contable y que la inscripción a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos y es oponible a terceros desde el momento en que se efectúa.

A partir de esta norma surge la siguiente pregunta: ¿qué papel juega la tradición en la transferencia de valores anotados en cuenta? En un sistema donde en la práctica se ha sustituido la representación documentaria de los derechos, por la inscripción en un registro contable, ¿qué tiene que ver la tradición en la transferencia de los derechos?

En el acápite anterior concluimos que los titulares de valores en el Mercado Bursátil no son propietarios de éstos, en la medida que su titularidad no recae sobre un objeto cierto y plenamente identificado, sino sobre una generalidad. En este sentido, lo que se transmite con la transferencia de los valores no es el dominio de ningún bien. Simplemente se trata del traslado de un derecho de un patrimonio a otro.

Esta norma revela la resistencia del ordenamiento jurídico del Mercado de Valores a asumir el abandono de la materialidad como sustento de las transferencias. La norma evoca la condición mobiliaria de los títulos al referirse a la tradición<sup>17</sup>.

En la transmisión de valores mobiliarios anotados en cuenta, no sólo es impertinente la referencia a la tradición, teniendo en consideración que no se trata de la transferencia de derechos reales, sino que se deja de lado la verdadera virtud y alcances del sistema de transmisión de derechos mediante registro contable.

Cuando la titularidad de los valores es objeto de una relación jurídica a efectos de su transferencia, la situación sobre el carácter genérico del objeto de derecho no cambia, pues el adquirente no tiene posibilidad de reclamar la transferencia de tales o cuales valores, sino sólo la generalidad comprometida por el titular. No existe pues posibilidad de persecución, por tanto, no estamos frente a titularidades oponibles en los términos expresados anteriormente.

El sistema de anotaciones en cuenta no constituye una fuente de información de titularidades oponibles, pues de dicho sistema no surgen derechos exclusivos con objeto o contenido individualizado. Simplemente se trata de una fuente de información que le permite saber al mercado la condición patrimonial genérica de las personas. Nos dice cuantas acciones de Telefónica del Perú tiene Juan, y la clase a que pertenecen, pero no nos asegura qué acciones son esas que tiene Juan, en el universo de acciones de la misma clase. Por tanto, su información es útil, pero no genera relaciones oponibles en los términos propuestos por este trabajo.

Seguramente escapan a nuestro análisis, tanto en lo que se refiere a la oponibilidad como en lo referido al Mercado de Valores, aspectos que sólo dominan los expertos, sin embargo nos pareció importante compartir reflexiones iniciales de un tema que sin duda merece ser investigado con mayor profundidad.

#### IV. CONCLUSIONES PRELIMINARES

1. La oponibilidad es una consecuencia inevitable de la forma como se presenta el objeto de los derechos patrimoniales. Si el objeto se expresa de modo específico, el titular del derecho requiere exclusividad para realizar su interés.
2. En el Mercado de Valores se deben distinguir los derechos sobre los títulos que representan los valores, de los derechos contenidos en los títulos. Sobre los primeros, en tanto documentos, existen derechos oponibles, mientras que respecto de los segundos la naturaleza del derecho depende de cada contenido en particular.
3. Por la operatividad del Mercado Bursátil, los títulos han ido perdiendo materialidad, primero en la circulación y luego de modo total. Por la misma razón, los valores que operan en dicho mercado son fungibles respecto de los operadores, haciendo perder a éstos las titularidades oponibles que tuvieron inicialmente sobre los documentos.
4. Las anotaciones en cuenta son el mecanismo vigente en el Perú para las operaciones en el Mercado Bursátil. Mediante este mecanismo se prescinde totalmente de los títulos, por lo que las titularidades únicamente existen por su anotación y se pueden perder también por esa vía. Los derechos de los titulares no identifican valores concretos, sino que se refieren a éstos únicamente como generalidad expresando el número y la clase de valores.
5. En este escenario, carece de sentido referirse a los valores que se transfieren en el Mercado Bursátil como bienes que cambian de dominio. Respecto de ellos no existe propiedad, como no existe propiedad en el derecho que tiene cualquier acreedor sobre su crédito.
6. Las referencias a la tradición, contenidas en la Ley del Mercado de Valores, sólo constituyen el rezaigo de una concepción de valores materializados, la misma que ya no corresponde a la realidad del Mercado Bursátil.

<sup>17</sup> Desde la perspectiva clásica los bienes muebles en aplicación de lo dispuesto por el artículo 947 del Código Civil la transferencia de éstos es producida por la tradición, es decir, con la entrega.