

---

# La crisis del papel.

## La desmaterialización de los títulos valores y la aparición de las anotaciones en cuenta

Fresia Ramírez-Villalobos\*

### I.- Introducción

El tema de la desmaterialización de los títulos valores y la aparición de las anotaciones en cuenta, constituye en nuestro medio, uno de los más novedosos, dada su reciente regulación en el marco legal costarricense. No obstante, también es un tema poco conocido por muchos de los colegas que se encuentran ajenos a los campos financieros y bursátiles. El presente trabajo de investigación pretende dar una idea global sobre la desmaterialización, o pérdida del soporte cartular y la correspondiente sustitución por anotaciones en cuenta, gracias a los adelantos de la informática, tanto a nivel doctrinario como a nivel jurídico-legal. Con la desmaterialización se busca darle mayor agilidad, eficiencia, seguridad y disminución de costos al mercado de valores costarricense, a efecto de lograr un mejor desarrollo del mismo. Si bien es cierto, nuestro país hasta hace unos pocos años, se encuentra dando los primeros pasos en relación al fenómeno de la desmaterialización, en la mayoría de los países europeos, este fenómeno había surgido desde los años setenta y ochenta, llevándonos gran ventaja en el mismo y sirviéndonos de ejemplo en la actualidad. Es importante recalcar el hecho de que los títulos valores seguirán existiendo dentro de las relaciones mercantiles comunes y resaltar que la desmaterialización se produce en el ámbito bursátil, dada la constante movilización de gran cantidad de títulos en dichas transacciones, lo que hace necesaria la búsqueda de un sistema; alternativo

---

\* Fue Asesora Externa y abogada del Departamento de Asesoría Jurídica de la Superintendencia General de Valores (1996-1998). Es Profesora de la Universidad Hispanoamericana. Instructora del Curso Básico de Legislación sobre Valores impartido a funcionarios del Banco Nacional de Costa Rica. Obtuvo la licenciatura en el Colegium Academicum de la Universidad Autónoma de Centroamérica (UACA), en la actualidad se encuentra cursando la Maestría en Derecho Empresarial en la Universidad para la Cooperación Internacional (UCI).

que sustituya esa movilización de ingentes cantidades de papel por anotaciones contables, brindando agilidad y eficiencia a las mismas.

### II.- Del título a la anotación en cuenta

El propósito de agilizar los negocios mercantiles sobre derechos de crédito, mediante la utilización de sistemas que al mismo tiempo reforzasen la seguridad del tráfico jurídico y la posición de acreedor, dio origen al nacimiento de los títulos cambiarios y de los títulos valores en general.

Tales derechos de crédito llegaron pues a incorporarse a un documento (papel), materializándose en él, transformándose en cosa mueble y, bajo el esquema propio de los derechos reales, convirtiéndose en objeto de múltiples negocios jurídicos.

Sin embargo, la gran difusión en el moderno tráfico jurídico mercantil de los títulos valores, en especial, de los valores mobiliarios, ha puesto en evidencia la insuficiencia del mecanismo tradicional de la incorporación del derecho al título soporte documentado en papel para atender las nuevas necesidades, iniciándose así un proceso crisis.

Crisis propiciada por la excesiva manipulación y movilización de documentos de un lado a otro en el mercado financiero, básicamente en aquellos sectores del mismo (bursátil y bancario). De acuerdo a OLIVENCIA, *"las ventajas del papel acababan desembocando en los inconvenientes del papeleo"*<sup>1</sup>

---

1. Olivencia citado por Valenzuela Garach (Fernando). *La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores*, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1993, p.98.

El enorme volumen de títulos que actualmente son objeto de transacciones en bolsa ha obligado a que, en la mayoría de los países, se sustituya el documento, soporte del derecho, por una anotación contable. Modificación que solamente afecta a aquellos títulos que son cotizados y negociados en los mercados de valores. *De tal manera, que lo anterior no constituye, en consecuencia, una alteración universal del concepto de título valor.*

Como expusimos supra, existen un conjunto de causas que configuran la llamada "crisis del papel", cuyo efecto principal es la desmaterialización o desincorporación de los valores. La desmaterialización puede describirse "como el fenómeno de pérdida del soporte cartular por parte del valor incorporado, optando por la alternativa de su documentación por medios contables o informáticos".<sup>2</sup> Con la desmaterialización o con la inmovilización de los valores se elimina las inexactitudes derivadas de procesos manuales y del trasiego físico de títulos, en igual forma con la desmaterialización se disminuyen una serie de costos asociados al uso de papel.<sup>3</sup>

Señala Uría que la anotación en cuenta constituye un sistema que, utilizando básicamente las modernas técnicas informáticas, suprime el movimiento de masas ingentes de papel y devuelve a los mercados de capitales la agilidad que habían perdido.<sup>4</sup>

Ahora bien, cabe plantearse si estamos ante una simple modificación del soporte del derecho con el fin de dar mayor agilidad a las negociaciones, o si, por el contrario, se trata de una supresión radical del soporte mismo. Como hemos ya expuesto, tradicionalmente se concebía que en los títulos valores el derecho quedaba incorporado a un título o documento de papel, de modo tal que el derecho se materializaba, convirtiéndose en cosa mueble.

2. Ibid. p. 96.

3. García Kilroy (Catiana), Apuntes para la Liquidación de Valores, San José, Costa Rica, 1998, p.134.

4. Uría citado por Angulo Rodríguez (Luis) y otros. Negocios sobre Derechos No Incorporados a Títulos Valores y sobre Relaciones Jurídicas Especiales, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1992, p. 266.

Como respuesta a la anterior interrogante, cabe entender que lo que ha desaparecido con la representación del derecho de crédito mediante la anotación en cuenta, -específicamente por la exigencia de la agilidad deseada para el tráfico de los mismos-, es la existencia de incorporación del derecho a soporte alguno. Por lo tanto, no es dable configurar a las anotaciones en cuenta como una especie de título valor o como un simple mecanismo auxiliar en la transmisión o el ejercicio de los derechos incorporados a aquéllos, cuando en realidad se trata de un concepto totalmente diferente, alternativo o sustitutivo del título valor.

La desaparición del título determina que el derecho no tenga que materializarse, es decir, que sea en sí mismo un valor, un "derecho-valor", según la doctrina alemana.

### III.- Evolución del proceso de desmaterialización

Hemos manifestado que, dada la necesidad de movilizar grandes cantidades de títulos en el mercado de valores, ésta impulsa a la búsqueda de un mecanismo más expedito y seguro que dé mayor agilidad al sistema.

En este sentido, procederemos a describir brevemente el desarrollo de este fenómeno:

a) Uno de los primeros avances que se dieron, surge en el tratamiento masivo de los títulos en serie a través de su emisión mediante "títulos múltiples" representativos de varias unidades.<sup>5</sup>

b) Posteriormente, al instituirse los sistemas de depósito centralizado o depósitos colectivos de valores, se inmovilizaban los títulos, los cuales eran sustituidos por unas referencias o numeraciones que representaban a un número dado de valores depositados. Las entidades participantes en dicho sistema de depósito colectivo no efectuaban una entrega física de cada valor vendido, sino que se

5. Rojas Ch. (Anayansy). La desmaterialización del título valor. Revista de Banca, Bolsa y Seguros. San José, N9 8, julio-agosto de 1991, p.8.

producía una compensación de compras y ventas de valores iguales, y en todo caso, sólo efectuaban mensualmente una movilización física de los saldos de valores resultantes de las operaciones efectuadas en el período anterior.<sup>6</sup>

c) Por último, se produce la evolución hacia la desaparición completa del título, que queda sustituido por anotaciones contables, bajo soporte informático.

Cabe señalar que, en una primera fase, a lo largo de los años sesenta y primeros de los setenta, la sustitución de los títulos por anotaciones contables era voluntaria, no obstante, recientemente la tendencia mayoritaria es convertir el nuevo régimen de discrecional en obligatorio. Valga indicar que, en Dinamarca,<sup>7</sup> Suecia y Francia se ha alcanzado la espiritualización absoluta del título, en otras palabras, el título físico ha desaparecido definitivamente siendo sustituido por las anotaciones en cuenta.

#### **IV.- Las anotaciones en cuenta -"ruptura" con los títulos valores**

La posibilidad de representación de determinados valores a través de anotaciones en cuenta inutiliza el concepto de título valor, de tal forma que en la actualidad, los títulos valores y las anotaciones en cuenta son dos categorías diferenciadas, surgiendo, pues, la necesidad de definir una categoría más general que englobe debidamente a ambas, tal como la denominación de "derecho valor",<sup>8</sup> "valor" o "valor negociable", la cual incluiría tanto al título valor-físico como al valor-anotación en cuenta.

No obstante considerarse que los títulos valores y las anotaciones en cuenta son dos categorías diferenciadas, si examinamos el régimen aplicable a la emisión, circulación y ejercicio de los derechos de crédito, representados mediante anotaciones en

6. Cachón Blanco, (José Enrique). Derecho del Mercado de Valores. Tomo I, Madrid, Editorial Dykinson, 1992, pp. 125-126.

7. Dinamarca fue el primer país en sustituir definitivamente el título por la anotación contable para todos los efectos, en el año de 1982.

8. Wert-recht en terminología alemana.

en cuenta en la mayoría de los países (por ejemplo, España-Costa Rica), podemos señalar que éste nos conduce más a una concepción de los valores anotados como valores sin título, pero sometidos con las consiguientes variantes a la misma disciplina dogmáticamente construida para los títulos valores, que, a su concepción como surgimiento de una especie nueva, los derechos-valores, a la que debe dotarse de una nueva y específica disciplina.

Ciertamente, el régimen jurídico de los valores representados mediante anotaciones en cuenta es el propio de los valores mobiliarios, pues con las anotaciones en cuenta continúan utilizándose las terminologías y referencias esencialmente coincidentes con las establecidas respecto de los títulos valores. Así tenemos:<sup>9</sup> a) Se mantiene el recurso al término *representación*; b) Se atribuye a los valores representados la nota de *fungibilidad*, propia de los bienes muebles; c) Se reconocen tanto *el vínculo entre el valor y su anotación*, cuanto *el efecto constitutivo del asiento contable*; d) Se atribuye a *la inscripción efectos de tradición*, pues la transmisión del valor se produce por transferencia contable; e) Se presume la titularidad por la inscripción registral; y f) Se prevé *la constitución de derechos reales sobre los nuevos valores*.

Aunado a lo anterior, se asumen desde un punto de vista dogmático, las consecuencias que sobre los principios de literalidad, autonomía y legitimación del titular inscrito caracterizan el régimen propio de los títulos valores. La literalidad de las anotaciones contables puede ubicarse dentro de la clase conocida como "literalidad por remisión o indirecta", debiendo incluir la anotación, los elementos distintivos de su emisión y clase, así como la referencia a la escritura de emisión en la cual se contienen todas las circunstancias del derecho anotado. En la escritura habrá de reseñarse la denominación, número de anotaciones, valor nominal y cualesquiera otras características que determinen el contenido del derecho. En cuanto a la autonomía, se ve reflejada, en la posición de los sucesivos adquirentes, al establecer la oponibilidad

9. Ver Valenzuela Garach (Fernando), *op. cit.*, p. 109.

de la adquisición frente a terceros desde la inscripción, la irrevindicabilidad y la limitación de excepciones. Es indudable que la posesión del valor se realiza en distintas formas en las representaciones cartulares y contables, de ahí que se desprenda un distinto régimen circulatorio, así, mientras la protección del adquirente queda perfecta en el primer caso gracias a los instrumentos jurídico-reales, en cambio en el segundo caso, se hace precisa la colaboración de las disposiciones reguladoras de los mercados. Por último, en relación a la legitimación, se da al equipararse la inscripción de la transmisión, a la tradición de los títulos y la inscripción de la prenda al desplazamiento posesorio.

#### **V.- Valores susceptibles de representación mediante anotaciones en cuenta**

Resulta pertinente manifestar que la representación de valores mediante anotaciones en cuenta no puede extenderse a todos los títulos valores, encontrando su natural marco de aplicación en los valores mobiliarios o valores emitidos en masa o serie (con igual contenido de derechos). Por ejemplo, los llamados títulos de inversión, como las acciones y obligaciones de las sociedades anónimas y los títulos de deuda pública. Ciertamente, el carácter fungible de los mismos los hace idóneos para no contar con más soporte que el asiento contable.

Los títulos objeto de este proceso pueden ser al portador, nominativos o a la orden. En el primer caso, no existe problema alguno, en la medida en que su ley de circulación es la simple entrega. Dificultades mayores ocasionan los títulos a la orden y nominativos, puesto que, dada su particular ley de circulación, no pueden considerarse como fungibles entre sí.

Señalan Saballos Pomares y Torrealba Navas<sup>10</sup> que algunos ordenamientos optan por admitir en depósito centralizado únicamente títulos al portador.

10. Saballos Pomares y Torrealba Navas citados por Rojas Ch. (Anayansy) *op. cit.*, p. 15.

En otros sistemas que admiten el ingreso de títulos nominativos o a la orden, se recurre a fórmulas como la alemana, en la que el título es endosado en blanco, lo que equivale técnicamente a someterlos al régimen de circulación del título al portador, o la italiana en la que los títulos nominativos son endosados con "efectos limitados" a favor del ente central. En cuanto a la legitimación para el ejercicio de los derechos cartulares de los sujetos depositantes, se obtiene mediante la emisión de certificaciones que acreditan el depósito efectuado. Igualmente debe afirmarse que la capacidad de ciertos valores para desmaterializarse, no queda exclusivamente vinculada a su forma de emisión o catalogación, sino que también en realidad se vincula al hecho de producirse su negociación en un mercado organizado y con intervención de intermediarios profesionales.

#### **VI.- Tipología de la desmaterialización**

La clasificación en cinco niveles de la desmaterialización del título corresponde a Lener<sup>11</sup>, dicha clasificación tiene como punto de partida su grado más lato, concluyendo en su forma más leve.

*1. Desmaterialización total obligatoria:* Este sistema ha sido acogido a través de la experiencia francesa y danesa, en las cuales se da una ruptura total, completa e irreversible del ligamen entre "Recht am Papier" y "Recht aus dem Papier" (Derecho sobre el Documento y Derecho del Documento respectivamente). Aquí el título desaparece definitivamente y el derecho es representado por medio de una inscripción en cuenta.

*2. Desmaterialización total facultativa:* Se trata de una forma menor de desmaterialización, en este el poseedor del título tiene la facultad de seleccionar entre la introducción al régimen de administración centralizada o conservarlo. Si elige someter el título a la central, el título valor se le sustituye por una anotación en cuenta.

11. Lener citado por Roas Ch. (Anayansy), *op. Cit.*, pp. 9 y 10.

3. *Desmaterialización de la circulación:* En este caso no hay desaparición absoluta del documento, el título existe materialmente, y pueden presentarse dos hipótesis:

- que el título se encuentre depositado en una central de valores<sup>12</sup> o,
- la emisión material del título no se ha efectuado, pero éste puede ser retirado del sistema con su correspondiente expedición. Tal es el caso de los títulos múltiples o globales. La característica más importante consiste en que la circulación se produce sin la respectiva tradición material, la cual es reemplazada por una anotación contable, de manera que el derecho circula con independencia del documento, el cual se encuentra depositado en una central de valores y podrá ser objeto de retiro en cualquier momento. En este sistema, el depositante no puede pretender la devolución de los mismos títulos que depositó, puesto que, dada su carácter fungible, éstos se confunden entre la masa depositada operándose, según Lener una "desindividualización de los títulos". El modelo descrito de escisión temporal entre el título valor y su ley de circulación, ha sido adoptado en diversos ordenamientos, entre ellos el alemán, italiano, español y mexicano.

4. *Inscripción fiduciaria de títulos ante un ente central:* Este consiste en la transferencia fiduciaria de los títulos a favor de un ente central; la tradición se suprime y la circulación de los títulos de crédito se reduce a la simple inscripción en cuenta.

5. *La acción en sentido único:* Se trata de la sustitución de los títulos accionarios por un documento o certificado global que representa la totalidad de la participación social del titular, pero configura un título valor, por carecer de vocación circulatoria. La emisión de la acción en sentido único concluye la tipología antes descrita, constituyendo éste el nivel más leve de desmaterialización, de acuerdo a Lener.

12. En este caso no se produce la desaparición corporal del título valor, sin embargo, sus posteriores transmisiones se efectúan sin la respectiva entrega material del documento.

## VII.- Régimen general de los valores representados mediante anotaciones en cuenta

Las anotaciones en cuenta suponen, una técnica de representación de posiciones jurídicas alternativa a la tradicional de los títulos valores, que, como ésta, imprime un particular régimen al ejercicio y a la transmisión de los derechos que se instrumentan a través de ellas.<sup>13</sup>

*En cuanto a los requisitos de formalización se requiere:*

- a) Acuerdo tornado por la sociedad emisora (acuerdo de emisión).
- b) Formalización de escritura pública; en dicha escritura debe hacerse constar: la designación de la entidad encargada del registro contable, denominación, número de unidades del valor en cuestión, valor nominal y demás características y condiciones de los valores.
- c) La representación mediante anotaciones en cuenta implica la existencia de un registro contable y de una entidad que lo gestiona. Esta entidad abre cuentas, bien directamente a nombre de los titulares, bien a nombre de los intermediarios financieros, por el total de valores que corresponde a cada uno de ellos, efectuando, en este caso, éstos el desglose que proceda entre titulares, mediante subcuentas. De tal manera que las anotaciones en cuenta han de figurar en registros contables llevados por la entidad legalmente habilitada. La representación en anotación en cuenta se constituye en virtud de la inscripción de los valores en el correspondiente registro contable.
- d) La transmisión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos y hará oponible a terceros la transmisión desde el momento en que se efectúe. La adquisición de los valores a título oneroso por tercero de buena fe de quien, según el registro, estaba legitimado para transmitirlos, no está sujeta a reivindicación.

13. Jiménez Sánchez, (Guillermo), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Madrid, Editorial Tecnos, S.A., 1992, p. 322.

e) La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta ha de inscribirse en el registro correspondiente, para ser oponible a terceros. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

f) Los asientos de los registros contables legitiman: -activamente, a la persona que, conforme a ellos, resulte titular del valor anotado, para ejercer y transmitir los derechos atribuidos por éste; - pasivamente, a la entidad emisora (que actúe de buena fe y sin culpa grave), para liberarse mediante el cumplimiento en favor del titular registral. La legitimación para el ejercicio o la transmisión de los derechos derivados de los valores anotados podrá acreditarse mediante la exhibición de los certificados expedidos por las entidades encargadas de la llevanza de los registros contables.

En cuanto a *principios jurídicos operativos*, se aplican fundamentalmente, dos preceptos registrales clásicos:<sup>14</sup>

- principio de prioridad: una vez producida; cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesta (incompatible con la anterior. Asimismo, el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad.

- principio de tracto sucesivo: para la inscripción de valores, será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del transmitente. Igual sucede con la constitución, modificación o extinción de derechos reales.

En cuanto a *efectos jurídicos*, podemos señalar los siguientes:

- constitución del derecho: los derechos derivados de los valores representados mediante anotaciones en cuenta nacen desde la inscripción en el registro contable.

14. Ver Cachón Blanco (José Enrique), *op. cit.*, p. 137.

- transmisión de valores: la transmisión tiene lugar a través de transferencia contable, de forma tal que no se entiende efectuada la transmisión hasta que se produce la anotación en la cuenta del adquirente.

- principio de protección del adquirente o irreivindicabilidad: el tercero que adquiera a título oneroso, valores representados mediante anotaciones en cuenta de persona, que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, salvo que hubiera obrado en el momento de la adquisición con mala fe o culpa grave.

- legitimación a través de la inscripción en favor de una persona, pudiendo exigir, quien figure en las anotaciones contables de la sociedad emisora, la realización de las prestaciones derivadas del valor, lo que sirve asimismo para poder efectuar las transmisiones del citado valor. A este efecto, como se expuso supra, deben expedirse los certificados de titularidad, por parte de las entidades encargadas de los registros contables.

Dichos certificados tienen las siguientes funciones y características:

a- sirven de instrumento de acreditación de la titularidad, para la transmisión de los valores y para el ejercicio de los derechos derivados de los mismos, no confiriendo derechos adicionales.

b- no son títulos valores, se prohíbe la realización de actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

c- la restitución de un certificado anterior es requisito legal para que las entidades encargadas de los registros contables efectúen las inscripciones relativas a inscripciones y gravámenes.

Cabe manifestar que la representación mediante anotaciones en cuenta tiene, en principio, carácter de irreversible, a diferencia de la representación mediante títulos, que es reversible, pues siempre es posible su transformación en anotaciones en cuenta, que puede realizarse de forma íntegra o de forma sucesiva, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento.

### **VIII.- La desmaterialización en la legislación costarricense**

Debemos señalar que nuestra legislación no resulta ajena al tema de la desmaterialización de los títulos valores, lo cierto es que, con la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, LRMV, Ne 7732, publicada en la Gaceta, el 27 de enero de 1998, se regula todo lo concerniente al régimen de anotaciones en cuenta, en el título VII, capítulo I y II.

No obstante, nuestro país apenas comienza tímidamente a incursionar en este tema, a diferencia de otros países, entre los cuales tenemos a España y México, que desde muchos años atrás ya habían introducido en sus ordenamientos regulaciones en torno a las anotaciones en cuenta.

De conformidad con lo establecido en la citada ley, corresponde a la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), establecer las disposiciones, organización y funcionamiento de los correspondientes registros y sistemas de identificación y control de los valores representados mediante anotaciones electrónicas en cuenta, así como las normas que resulten aplicables a las relaciones y comunicaciones de las entidades encargadas de dichos registros con los emisores y las bolsas de valores.

Igualmente, le corresponde velar por la certeza y exactitud de los mecanismos empleados en los procedimientos de cobro, compensación, transferencia y liquidación que se realicen sobre los valores, salvaguardando en todo momento el interés de los inversionistas, la transparencia del mercado y la confianza del público inversionista (artículo 116 de la LRMV).

Hemos indicado que la LRMV establece las bases de la estructura institucional para desarrollar el Sistema de Anotaciones en Cuenta. De conformidad con la ley, el registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta será llevado por un sistema de dos niveles:

a) El primer nivel, se constituirá como único Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta (SNRAC), establecido según los lineamientos establecidos por la SUGEVAL y conformado por el Banco Central de Costa Rica, el cual será el responsable de administrar el registro de todos aquellos valores de deuda pública, sin embargo,

podrá delegar, total o parcialmente, la administración de dicho registro a otra de las entidades miembros del SNRAC. Para el caso de los valores emitidos por entidades privadas, corresponde a las centrales de valores autorizadas por la SUGEVAL, administrar el registro de dichas emisiones.

b) El segundo nivel, estará constituido por las entidades adheridas al SNRAC, las cuales podrán ser todas las autorizadas para prestar servicios de custodia y los miembros liquidadores del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación; siempre y cuando éstas cumplan con los requisitos establecidos por la SUGEVAL para adherirse.

Desde hace ya varios años, se viene trabajando en el desarrollo del Proyecto de Anotación en Cuenta y de Liquidación y Compensación de Valores en Costa Rica; el cual logra su mayor auge con la promulgación de la LRMV, la cual proporcionó el marco jurídico para que se pudiera realizar la desmaterialización de los valores en nuestro país; dentro de los elementos importantes que se hallan en el contexto del proyecto, se encuentran:

- a) -el programa de estandarización progresiva de la deuda pública;
- b) -el funcionamiento eficiente y seguro de los Sistemas de Compensación y Liquidación;
- c) -la disminución del riesgo (riesgo de contraparte, riesgo de liquidez y riesgo sistémico).

En relación con los objetivos del proyecto, podemos citar los siguientes:<sup>15</sup>

- 1.- El primer objetivo es alcanzar la desmaterialización de los valores o su inmovilización en un único registro.
- 2.- El segundo objetivo es que la sociedad encargada de la anotación en cuenta y de la compensación y liquidación establezca los mecanismos que permitan garantizar la finalidad de las operaciones de mercado secundario realizadas en bolsa.
- 3.- El tercer objetivo es constituir un mecanismo que permita la entrega de los valores contra su pago de forma simultánea.

5. Ver García Kilroy (Catiana), *op. cit.*, p. 137

4.- El cuarto objetivo es la neutralidad financiera del sistema. No habrá un flotante del que puedan beneficiarse ni los intermediarios ni la bolsa ni la Cámara de Compensación y Liquidación.

5.- Por último, el quinto objetivo es establecer un marco institucional que permita brindar servicios de custodia y de anotación en cuenta en la región centroamericana y servicio de subcustodia a extranjeros.

La representación de los valores mediante anotaciones en cuenta en Costa Rica, encuentra su fundamento jurídico en el artículo 115 de la ley de marras, que al efecto establece:

"Las emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, podrán representarse por medio de anotaciones electrónicas en cuenta o mediante títulos. La modalidad de representación elegida deberá hacerse constar en el propio acuerdo de emisión y aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión.

*La representación de valores por medio de anotaciones electrónicas en cuenta será irreversible. La representación por medio de títulos será reversible.*

La Superintendencia podrá establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones electrónicas en cuenta constituya una condición necesaria para la autorización de oferta pública". (El énfasis no es del original).

De lo anterior se colige la necesaria existencia de un acuerdo de emisión<sup>16</sup>, por parte de la entidad emisora, indicando claramente la modalidad elegida para representar los valores a emitir. En el caso de que su decisión sea la representación por medio de anotaciones en cuenta, es importante recalcar que este tipo de representación es irreversible, lo que implica que posteriormente, la entidad emisora no podría optar por la emisión de títulos valores para representar su emisión.

16. Dicho acuerdo debe ser tomado por la junta directiva o U asamblea de accionistas, según corresponda y conforme a lo; estatutos. El acuerdo deberá contener la indicación precisa del monto y las condiciones de la emisión, así como los demás requisitos que la SUGEVAL establezca reglamentariamente. El citado acuerdo deberá ser inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Inclusive, la ley le otorga la potestad a la SUGEVAL, para establecer como requisito necesario para la autorización de oferta pública, con carácter general o a cierto grupo o clase de valores, la representación mediante anotaciones en cuenta. Convirtiéndose en obligatoria y no facultativa la modalidad de representación mediante anotaciones en cuenta de los valores.

*En cuanto a la Inscripción de los valores:* Los valores representados mediante anotaciones electrónicas en cuenta se constituirán en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable (artículo 122 LRMV).

*En cuanto a la transmisión de los valores:* La misma tendrá lugar por inscripción en el correspondiente registro contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. La transmisión será oponible a terceros desde que se haya practicado la inscripción (artículo 123 LRMV).

*En cuanto a la legitimación y titularidad:* La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable de una entidad adherida al SNRAC, se presumirá titular legítimo y, por lo tanto, podrá exigir que se realicen a su favor, las prestaciones a que da derecho el valor representado mediante anotaciones en cuenta.

*En cuanto a los gravámenes:* La constitución de cualquier clase de gravámenes sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta, deberá inscribirse en la cuenta correspondiente y será oponible a terceros desde que se haya practicado su inscripción. La inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente equivaldrá al desplazamiento posesorio del título (artículo 123 LRMV).

*En cuanto a la acreditación mediante constancias:* La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, podrá acreditarse mediante la exhibición de "constancias de depósito", las cuales serán expedidas por las entidades adheridas al SNRAC, de acuerdo con sus asientos. *Dichas constancias no conferirán, más derechos que los relativos a la legitimación y no serán negociables; serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto las constancias.*



Debe insertarse expresamente dentro de las citadas constancias, las condiciones antes indicadas a efecto de no conducir a error, respecto de su naturaleza.

## IX.- Conclusión

Consideramos que los puntos medulares del fenómeno de la desmaterialización, el cual ha sido desarrollado brevemente en el presente trabajo de investigación, pueden enmarcarse de la siguiente forma: la desmaterialización o desincorporación de los títulos valores constituye uno de los pilares fundamentales de los mercados de valores. Sin duda la sustitución del documento soporte del derecho por una anotación contable, permite darle mayor agilidad, eficiencia y seguridad al mismo, sin menoscabar la importante disminución en los costos provocados por el uso del papel. Si bien muchos autores consideran la necesidad de la existencia de un régimen especial, sui generis para este tipo de "valor negociable", la mayoría de la doctrina y las legislaciones se abocan a someterlas con las consiguientes variantes a la misma disciplina dogmáticamente construida para los títulos valores. De tal manera que debe quedar claro que la teoría general de los títulos valores no ha desaparecido, si bien ha debido ser renovada o adaptada a los cambios propios provocados por la informática. Asimismo, consideramos oportuno resaltar que no todos los valores son susceptibles de desmaterializarse, y que únicamente pueden ser objeto de este fenómeno, los títulos emitidos en masa o en serie y que tienen el carácter de fungibles. Los valores representados mediante anotaciones en cuenta deben ser inscritos en el registro contable que debe llevar al efecto la entidad autorizada para ello, según la legislación de cada país. Es necesario indicar que nuestro país no es ajeno al fenómeno en cuestión, el cual, con la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, N° 7732, crea el marco legal de las anotaciones en cuenta, permitiendo y procurando su utilización, de tal manera que vaya en aumento la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta, y que cada vez más disminuya el uso del papel. No obstante, nos encontramos en una etapa incipiente, se requiere de mucho más tiempo, para

poder analizar realmente los resultados y aplicación del mismo.

## X.- Bibliografía

### A. Libros

ÁNGULO RODRÍGUEZ (Luis) y otros. *Negocios sobre Derechos No Incorporados a Títulos Valores y sobre Relaciones Jurídicas Especiales*, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1992

BROSETA PONT (Manuel), *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid, Novena Edición, Editorial Tecnos, S.A., 1991.

CACHÓN BLANCO, (José Enrique). *Derecho del Mercado de Valores*. Tomo I, Madrid, Editorial Dykinson, 1992.

GARCÍA Kilroy (Catiana), *Apuntes para la Liquidación de Valores*, San José, Costa Rica, 1998.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, (Guillermo), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Madrid, Editorial Tecnos, S.A., 1992.

RUIZ CABRERO (Jaime), *Los Contratos Bursátiles*, Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1987.

VALENZUELA GARACH (Fernando). *La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores*, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1993.

### B. Revistas

ROJAS CH, (Anayansy). La desmaterialización del título valor. *Revista de Banca, Bolsa y Seguros*. San José, N° 8, julio-agosto de 1991.

### C. Tesis

PÉREZ VARGAS (Ethel). *El régimen de pignoración de los títulos valores en el ordenamiento jurídico costarricense*, San José, Tesis para optar al título de Licenciada en Derecho, Facultad de Ciencias Jurídicas de la Universidad de San José, 1996, poligrafiadas.

### D. Leyes

*Ley Reguladora del Mercado de Valores*, N° 7732 del 27 de enero de 1997, publicada en la Gaceta N°18.