Desmaterialización de títulos valores

(derechos de crédito de circulación autónoma no representados en documentos en soporte papel)

Por Alfredo Musitani

I. Introducción [arriba]

Los títulos valores han sido una importante herramienta de circulación del crédito en la economía capitalista moderna y fueron, en su momento, un notorio avance con respecto a anteriores medios de circulación como la cesión de créditos. De un tiempo a esta parte, además, se ha dado un nuevo avance en materia de circulación crediticia: los derechos de crédito de circulación autónoma dejan de estar representados en soporte papel, lo cual facilita en gran medida las transacciones. A pesar de la trascendencia del tema en la economía moderna, la doctrina y la legislación argentinas poco se ha ocupado de su tratamiento, mayormente en ponencias o artículos aislados.

Las herramientas informáticas han sido de gran utilidad en este proceso. Sin embargo, informática no es sinónimo de desmaterialización.

Tampoco el mercado de capitales es el único ámbito en el cual ella se desarrolla. Ya en 1982 la reforma a la ley de sociedades había incorporado la posibilidad de que las acciones de sociedades comerciales no se representen mediante títulos. Las acciones escriturales fueron un paso adelante en el proceso de desmaterialización dado sin la ayuda de la informática.

Han pasado dos décadas desde que Alegría y Kleidermacher cuestionaron por primera vez el principio de necesidad y escribieron sobre la crisis del soporte papel en las relaciones cartáceas señalando el proceso de desmaterialización entonces incipiente. Lejos de haber caído en el olvido, aquel trabajo cobra hoy más vigencia que nunca, máxime cuando más de las dos terceras partes de las transacciones bursátiles están desmaterializadas. Las nuevas alternativas obligan a repensar y reformular los principios tradicionales que parecen entrar en contradicción con los usos actuales del comercio y a comenzar a transitar el camino hacia un nuevo Derecho creditorio basado en la autonomía[1].

El primer capítulo de este trabajo contiene un somero análisis del impacto de la desmaterialización en los principios de la teoría clásica. El segundo, analiza el concepto de desmaterialización, tema que ha sido especialmente descuidado por la doctrina, y enumera las principales ventajas y desventajas de la desmaterialización, así como los supuestos de este fenómeno existentes en nuestro Derecho. El capítulo de mercado de capitales ha sido realizado con especial cuidado de no confundir al mismo con la desmaterialización, ya que se trata de conceptos independientes. Finalmente, se analizan los temas más discutidos en relación a la desmaterialización de los títulos valores, destinándose un apartado especial al análisis de la posibilidad de constitución de derechos reales sobre títulos desmaterializados y otro al estudio del título desmaterializado en su carácter de título ejecutivo.

El presente trabajo se propone, entonces, realizar un aporte para el estudio actualizado y sistemático de la desmaterialización de los títulos valores, dada su destacada importancia. El mismo no hubiera sido posible sin la colaboración de Cristina Hofkamp y Juan Cianciardo, especialistas en materia de investigación jurídica que con gran entusiasmo han aportando su

vasta experiencia, incluso durante algún fin de semana. Para ellos mi más profundo agradecimiento.

II. Capitulo 1 - Impacto de la desmaterialización en los principios de la teoría clásica [arriba]

1. Planteo

La teoría general de los títulos valores cumple una insustituible función interpretativa. Algunos de los principios tradicionales (necesidad) parecen actualmente colapsar frente a las nuevas realidades. Otros (autonomía) parecen mantenerse incólumes. Antes de ingresar en el análisis del fenómeno de la desmaterialización, es preciso detenerse en el estudio de algunos aspectos medulares de la teoría general de los títulos valores en vistas a comprender mejor, la forma en que se inserta esta nueva fenomenología crediticia dentro de los postulados de la teoría tradicional. A ello se destinarán los epígrafes que componen el presente capítulo. No se trata de un estudio exhaustivo del concepto de título valor, tarea que, además de ser innecesaria, desborda los límites de este trabajo, sino de examinar sus caracteres fundamentales en relación con el objeto de estudio.

2. Mecanismos de Circulación del Crédito: del endoso a las anotaciones en cuenta

La desmaterialización no es sino una etapa en la evolución de los sistemas de circulación del crédito. La primera etapa de este proceso fue el paso del antiguo sistema de cesión de créditos hacia el endoso, un mecanismo mucho más rápido, seguro y simple. El propósito de agilizar los negocios jurídicos sobre derechos de crédito con sistemas que reforzasen al mismo tiempo la seguridad del tráfico y la posición del acreedor dio origen al nacimiento de los títulos valores, que generó una verdadera revolución jurídica y económica. La invención y difusión de nuevos medios de circulación del crédito potenció la economía mundial de una forma impensable. Atrás quedaron los antiguos mecanismos de transmisión y circulación crediticia como la cesión de créditos, con formalidades excesivas y menor dinamismo y seguridad.

La certeza, rapidez y seguridad en la circulación de créditos fue fortalecida mediante tres principios: necesidad, literalidad y autonomía.

Por otra parte, la velocidad y el volumen de las transacciones han aumentado exponencialmente y los principios tradicionales parecen colapsar ante nuevas realidades que no pueden explicar. Las nuevas realidades económicas obligan a repensar los principios tradicionales que parecen entrar en contradicción con los usos modernos del comercio y a comenzar a transitar el camino hacia un nuevo Derecho creditorio fundado en la autonomía. La velocidad y certeza en la circulación también han sido superadas por nuevos sistemas que, además, representan un importante ahorro en los costos y permiten una mejor administración de enormes cantidades de papeles. Surge así el sistema de depósito centralizado de títulos y los valores representados por anotaciones en cuentas, y no ya por títulos-documento en soporte papel.

Este nuevo sistema presenta grandes ventajas en comparación con sus predecesores desde el punto de vista operativo y económico. Es el turno de los juristas, quienes deberán analizar la compatibilidad de estos nuevos mecanismos con la teoría tradicional del Derecho creditorio y proyectar las eventuales reformas legislativas que sean necesarias para dar una mayor seguridad al sistema.

Es preciso recordar que la aparición de los títulos valores y del endoso en la economía no eliminó por completo a la cesión de créditos, ni la aparición de internet ha significado la desaparición del libro. Del mismo modo, pues, tampoco la desmaterialización destruirá a los títulos valores en soporte papel, que seguirán existiendo, ya que continúan cumpliendo una función insustituible en determinados sectores de la economía. La desmaterialización no es sino una etapa en la evolución de los sistemas de circulación del crédito. Pero ello no importa afirmar que los anteriores medios sean completamente inútiles ni tampoco que no sea posible asistir dentro de algunos años a la aparición de formas aún más eficientes de circulación crediticia. La prescindencia del papel ayuda a organizar grandes cantidades de títulos y administrarlas de manera más ordenada y eficaz. Pero en los ámbitos en donde no existen grandes cantidades de títulos, los sistemas de circulación del crédito seguirán siendo los tradicionales.

3. La Desmaterialización y la Reformulación de la Terminología Tradicional

Es claro que la terminología no hace al fondo del tema en análisis. Sin embargo, la evolución que ha sufrido la terminología en la materia es notablemente ilustrativa de la importancia del fenómeno de la desmaterialización. Este fenómeno impediría sin más, hablar lisa y llanamente de “títulos”, ya que se pone en tela de juicio el mismo soporte papel. Resulta conveniente por tanto, hacer una breve referencia a la terminología.

Las expresiones más tradicionales hacían referencia a títulos de crédito[2] o títulos valores, y a papeles de comercio[3]. Esta última denominación sucumbió ante el fenómeno de la desmaterialización ya que enfatiza el carácter documental de los títulos y su soporte papel. También se ha hecho referencia a ellos como “títulos circulatorios” haciendo énfasis en que su finalidad no es otra que la circulación[4]. gómez leo rechaza la expresión títulos valores por tener origen en el *wertpapier* alemán, que no reúne los caracteres esenciales que deben poseer los títulos en nuestro ordenamiento jurídico y por ser excesivamente amplia e imprecisa[5]. No obstante tal reparo, tal es la denominación adoptada por la Ley Uniforme de Títulos Valores para América Latina (INTAL), el art. 226 de la Ley Nº 19.550, la Ley Nº 20.643 y el art. 17 de la Ley Nº 17.811[6].

El presente trabajo utiliza indistintamente las denominaciones “títulos valores” y “títulos de crédito” que se consideran igualmente valederas de acuerdo con la teoría tradicional para luego contraponerlas con el fenómeno de la desmaterialización, que impide hacer referencia a “títulos”.

Al desmaterializarse y perder su soporte físico, los títulos valores pasan a ser “valores”, es decir derechos de contenido patrimonial. Los derechos de contenido patrimonial, en la legislación argentina pueden ser de dos clases: reales o creditorios. Los derechos creditorios (también denominados personales), a su vez pueden ser simples o derechos creditorios con la prerrogativa de la circulación autónoma.

Los derechos creditorios autónomos engloban tanto a los “valores cartulares” o títulos materiales (es decir, aquellos que están representados en soporte papel), como a los “valores no cartulares”, que constituyen el objeto del presente trabajo[7].

El concepto “valores negociables” es considerado igualmente válido y comprensivo tanto de los valores cartulares como de los que no son cartulares. Esta nueva terminología utilizada por el Decreto Nº 677/01 representa una ampliación en comparación con el art. 17 de la Ley Nº 17.811. Dicha norma hacía referencia al concepto mucho más restringido de “títulos valores”, que no

abarcaba a los valores no cartulares, mientras que el nuevo concepto de valores negociables sí lo hace.

Consecuentemente, para enfatizar el carácter incorpóreo de los títulos desmaterializados se hará referencia a “valores no cartulares”, o “valores no representados en soporte papel”[8].

4. Los Caracteres Esenciales de los Títulos Valores en un Nuevo Contexto

El art. 226 de la ley de sociedades remite a la teoría general de los títulos de crédito. Sin embargo, el Derecho positivo argentino no cuenta con una regulación legal expresa y sistemática sobre la teoría general de los títulos de crédito. Esta teoría se encuentra plasmada únicamente en la doctrina. En este ámbito, se han impuesto durante mucho tiempo los principios enunciados por vivante, quien sostenía que título de crédito es el documento necesario para ejercer el derecho literal y autónomo que en él se menciona[9].

Esta clásica definición consagra a la necesidad, la literalidad y la autonomía como caracteres esenciales de los títulos y ha sido seguida en nuestro medio por autorizada doctrina que establece tres caracteres esenciales de los títulos valores: 1) la necesidad, que hace referencia a la imprescindibilidad de la posesión del título para poder ejercer el derecho en él contenido (en razón de su estructura documental), 2) la literalidad, como medida del contenido y modalidad del ejercicio del derecho, y 3) la autonomía, como característica que hace que el derecho sea ejercible prescindiendo de situaciones subjetivas extracartáceas, por lo que no se acumulan vicios sustanciales y la relación jurídica de cada transmitente es independiente de las demás[10].

Además, los títulos pueden ser abstractos o causales en la medida en que la relación cambiaria pueda o no existir desvinculada de la causa. Por ejemplo, las acciones de sociedad anónima son títulos causales. Esto se debe a que los derechos de cada subadquirente se ejercerán de conformidad con la causa, que es el contrato de sociedad al que debe recurrirse para conocer la extensión del derecho adquirido[11].

4.1. Necesidad

La necesidad es la primera nota distintiva de los títulos valores. Para ejercer el derecho contenido en el título es indispensable que su titular exhiba o entregue el título. El deudor que pague a quien no exhibe y entrega el título paga mal[12]. Así, el derecho se halla incorporado al documento. Esto determina la objetivización del derecho y permite la aplicabilidad de ciertas reglas referentes al tráfico de cosas muebles[13]. Una de ellas es la posibilidad de constituir derechos reales y gravámenes (prenda, usufructo, embargo) sobre un título valor en su condición de cosa mueble. Debe recordarse que no es posible constituir derechos reales sobre bienes inmateriales.

La noción de documento cambia, y junto con ella, la de necesidad. La necesidad es el más cuestionable de los tres caracteres desde la óptica de la desmaterialización ya que al desaparecer el soporte papel del documento, se desvanece la materialidad del título valor, y por ende, su necesidad[14].

4.2. Literalidad

La literalidad se traduce en que los derechos del tenedor del título se rigen en cuanto a su monto, modalidades y eficacia por los términos exactos contenidos en el documento. El deudor no puede acudir a elementos extraños al título[15].

La letra se transforma en un poderoso y seguro medio de circulación del crédito. Para el logro de mayor certeza y seguridad en el tráfico se la dota, además, de una rigurosa estandarización, que lleva al rigorismo formal[16]. El tercero portador no puede invocar derechos que no resulten del título.

La noción de literalidad se redefine ante el fenómeno de la desmaterialización, o cuanto menos toma otra dimensión. No se trata de lo escrito ni de aquello a lo cual reenvía un documento escrito. Se tratará simplemente de pautas objetivas de referencia del derecho concedido al portador legitimado, que surjan de alguna manera perceptible por éste y obligatorias para los deudores[17].

4.3. Autonomía

El documento, como ya se ha analizado, es necesario y literal. Los derechos incorporados al documento, por su parte, son autónomos. En virtud del carácter autónomo de los derechos, el nuevo adquirente de buena fe de un título de crédito pasa a ser titular de un derecho a título originario, no derivado.

Es por ello que la autonomía puede ser entendida como una prescindencia subjetiva. Es decir, se prescinde de los sujetos, por lo que no se transmiten los vicios o defectos al nuevo adquirente cuyo derecho es nuevo (*ex novo*). Tal ha sido el criterio adoptado por el art. 7° del Decreto Nº 5965/63[18].

Algunos títulos, como el cheque, pagaré y letra de cambio, además de poseer carácter autónomo, son abstractos. La abstracción, a diferencia de la autonomía (prescindencia subjetiva), puede ser definida como una prescindencia objetiva. Ello en virtud de que se prescinde de la causa. Por tal motivo, el obligado debe pagar en el juicio ejecutivo y no puede discutir su causa en él, sino que solamente puede hacerlo en juicio de conocimiento posterior.

En virtud del carácter autónomo de los títulos valores, no pueden oponerse al tenedor del título las deficiencias o nulidades que tenía el derecho en cabeza de quien lo transmitió. La adquisición de derechos cartulares es siempre originaria, a diferencia de lo que ocurre en el Derecho común, en el cual la adquisición de cosas muebles puede ser derivada.

Teniendo en cuenta que la finalidad última de los títulos valores es brindar seguridad al portador de la perfección del derecho contenido en el título, se comprende que la autonomía en la circulación sea uno de sus caracteres esenciales[19]. El tercero portador es ajeno a la relación fundamental y no puede ser vulnerado por excepciones ajenas a la relación cartular. La obligación se muestra abstraída así de la causa, lo cual confiere gran seguridad a la circulación.

Los títulos valores constituyen una excepción al principio del art. 3270 del Cód. Civ.[20]. En materia cartular, es concebible transmitir un título sin reparar en dicha limitación. No obsta a lo dicho el carácter de cosa mueble que el título valor posee. Así, es concebible lo que en Derecho común estaría claramente vedado. Un supuesto particularmente llamativo es el de la adquisición *a non domino*, es decir, adquisición de quien no es dueño[21]. Los títulos valores se rigen por normas específicas y no les son aplicables ciertos principios de Derecho común.

Mientras que la necesidad sucumbe frente a la ausencia de sustento material, la autonomía permanece inmutable frente al fenómeno de la desmaterialización y pasa a ser la nota distintiva del Derecho cartular. Por eso resulta posible afirmar que el Derecho cartular en el futuro ha de fundarse plenamente en la autonomía como carácter esencial[22].

5. la Desmaterialización

5.1. Los caracteres esenciales no son absolutos

Los tres caracteres (necesidad, literalidad, autonomía) no son absolutos. Prueba de ello es el hecho de que antes del proceso de desmaterialización ya han existido supuestos excepcionales en los cuales se admitió la vulneración de estos postulados básicos del Derecho cartular[23]. Con el transcurso del tiempo, las necesidades impuestas por la realidad de los negocios fueron creando situaciones en las que se tornó sumamente necesario prescindir, por ejemplo, de la idea de necesidad[24]. Se examinan a continuación algunos casos.

5.1.1 Fotocopia del cheque robado

Un caso difícil compatibilizar con la noción de necesidad es el del cheque robado[25]. La circular reglamentaria dispone que al ser ratificada la denuncia de desposesión e iniciada la acción penal, el cheque ha de obrar en el juzgado penal. Es por ello que, con ocasión del trámite de su cobro ejecutivo en sede comercial, el cheque no podrá ser ejecutado sino presentando una fotocopia certificada por el juez penal.

La ley de cheque autoriza, ante la existencia de denuncia penal del librador o tenedor, a que el banco retenga el cheque y entregue al presentante una certificación que habilite el ejercicio de acciones civiles[26]. El tema es objeto de profundo debate ya que, en este supuesto, el presentante utiliza como título una certificación del banco. Exige los derechos del título sin poseer ni exhibir el título, situación de dudosa compatibilidad con el principio de necesidad[27].

Se colige, como colorario de lo expuesto, que el fenómeno de la desmaterialización no ha sido el primer caso en el cual se han cuestionado los principios tradicionales de la teoría general de los títulos valores. La realidad de los negocios había ya tornado necesaria la flexibilización de estos principios en el caso de la fotocopia del cheque robado[28].

5.1.2 Certificados provisorios

En el lapso transcurrido entre la constitución de la sociedad y la emisión material de los títulos accionarios definitivos, como también en el supuesto de aumento de capital, existe la posibilidad de otorgar a los socios certificados provisorios o provisionales. Estos certificados cumplen la función de acreditar el pago de las sumas entregadas[29]. El título denominado certificado provisional contiene una promesa de que determinados títulos accionarios serán puestos a disposición del suscriptor cuando cumpla con la integración total de su valor[30]. El accionista, pues, ejerce sus derechos mediante un documento que no es el título accionario, configurándose así una excepción al carácter necesario de los títulos[31].

6. El Documento como Cosa Mueble y la Posibilidad de Constituir Derechos Reales sobre títulos

El título de crédito posee dos elementos. Uno de ellos es el derecho (de carácter autónomo), y otro es el documento, que tiene carácter necesario y literal y que es una cosa mueble. Ello tiene consecuencias prácticas de gran relevancia que hacen imprescindible su estudio, como así también el análisis del supuesto de desmaterialización, en el que desaparece del sustrato material del título valor, que al perder corporeidad, deja de ser cosa mueble.

Los derechos de circulación autónoma, que confieren a sus titulares un derecho a título originario, son incorporados a un soporte físico un documento o papel. Esta forma tradicional de representación cartular hizo a la esencia de los títulos valores durante mucho tiempo y sirvió para fundamentar la teoría de la incorporación, que enfatiza la identificación del derecho de crédito autónomo con el papel que le sirve de soporte[32]. Los derechos de crédito, que inicialmente utilizaban el documento de papel con fines puramente probatorios, llegan a incorporarse a él, transformándose en cosa mueble. Ello permitió que el título valor pueda ser objeto de relaciones reales (propiedad, posesión, prenda, usufructo)[33] y sea compatible, por lo tanto, con el esquema de transmisión propio de los derechos reales[34], lo que significó un considerable avance en materia de seguridad y certeza en la circulación del crédito. Dicho avance complementó la aparición del endoso como medio de transmisión y posibilitó la evolución hacia vías más eficaces de transmisión de derechos de crédito.

Las expresiones "incorporación de la obligación"[35] y "materialización de la obligación", ponen en evidencia que la propiedad, al recaer sobre cosas corporales, facilita notablemente la transmisión de la cosa y el ejercicio de las facultades inherentes a la condición de propietario. Por el contrario, dichos procesos se ven dificultados y entorpecidos en el terreno de las obligaciones por ser éstas entidades inmateriales. Tales dificultades, precisamente, son las que vienen a combatir los títulos de crédito, pues en ellos la transmisión y el ejercicio del derecho de crédito operan sobre una cosa material y, por lo tanto, puede ser transmitido y ejercitado con la posesión de la cosa[36].

En definitiva, puede decirse que el título valor ha sido regulado en nuestro sistema jurídico como si fuera una cosa mueble[37]. A la misma conclusión se llega respecto de la posibilidad de constituir derechos reales sobre el título, ya que en nuestro Derecho positivo el objeto de los derechos reales son solamente las cosas materiales (objetos corporales), tema que será tratado *in extenso* en el último capítulo.

Sin embargo, el título deja de ser cosa mueble en los supuestos de desmaterialización. Allí deja de ser una cosa mueble y los principios descriptos en los párrafos anteriores se tornan inaplicables a los títulos desmaterializados, por tanto, no serían ya cosas muebles sino derechos creditorios de circulación autónoma.

7. Reformulación de la Teoría Tradicional: Hacia un Derecho Cartular Basado en la Autonomía

El caso que presenta más importantes excepciones a las reglas y principios tradicionales actualmente es, sin dudas, el fenómeno de la desmaterialización. A tal punto que ha generado debates sobre la reformulación de estos principios, y la redefinición del concepto mismo del Derecho cartular[38] y ha significado un verdadero desafío para el sistema jurídico vigente, que parece no tener respuesta ante este cambio.

La necesidad es el más cuestionable de los tres caracteres desde la óptica de la desmaterialización, ya que al desaparecer el soporte papel del documento, se desvanece la materialidad del título.

En cuanto a su regulación, como se analizará en el capítulo final, tal vez, lo más lógico sea establecer una teoría general de los derechos creditorios de circulación autónoma con principios aplicables a todos ellos para luego puntualizar los principios que sólo son aplicables a los títulos materiales y aquellos que sólo son aplicables a los desmaterializados.

III. Capítulo 2 - Concepto y Principales casos de Desmaterialización [arriba]

1. Planteamiento

No existe un acuerdo generalizado sobre el verdadero alcance de la desmaterialización de los títulos valores. Por ello, reviste particular importancia realizar un análisis del concepto de desmaterialización, de sus antecedentes, las ventajas que han llevado a su expansión y difusión, como así también las desventajas o aspectos menos sólidos del sistema.

A los efectos de comprender cabalmente el concepto de desmaterialización es preciso enumerar los casos de desmaterialización existentes en nuestro derecho, diferenciando los supuestos que deben ser incluidos dentro de dicho concepto de los que no se corresponden con la definición adoptada, explicando en cada caso el fundamento y una somera descripción de sus caracteres comunes. Este capítulo ha buscado aportar una base para la mencionada enumeración, que es un complemento esencial de la definición o concepto de desmaterialización.

2. Concepto de Desmaterialización

2.1. Los antecedentes

Las letras telefónicas y las acciones escriturales se encontraban fuera del ordenamiento jurídico existente y eran cuestionables en su carácter de títulos valores por diversos motivos, principalmente por su incompatibilidad con el principio de necesidad que atañe a todo título valor.

En la teoría tradicional, los derechos circulatorios autónomos se incorporaban siempre a un documento, es decir, a una cosa mueble. En ellos la legitimación estaba dada por la posesión del título, que era condición imprescindible para ejercer el derecho en él contenido[39]. La condición de cosa mueble es la que permite que el título pueda ser objeto de derechos reales como la prenda o el usufructo. Al perder el sustrato material, los títulos valores dejan de ser cosas muebles y pasan a ser derechos. Los valores no cartulares no son sino derechos creditorios (o personales) que poseen la prerrogativa de circulación autónoma.

En tan sólo cien años se ha producido el auge y crisis de los títulos valores. Las nuevas necesidades y progresos técnicos generaron el inicio del proceso de desmaterialización, que comenzó con la aparición de títulos múltiples (representativos de varias unidades) y certificados globales (un título único representativo de la totalidad de la emisión). El título material era necesario para el nacimiento del derecho pero no para su transmisión[40].

Posteriormente, dejó de ser necesaria la presentación de los cupones para el ejercicio de los derechos inherentes al título. En efecto, la economía de papel había crecido en forma exponencial, a tal punto que se habían generado problemas de masificación de los títulos y desborde en el manejo de esa cantidad de instrumentos. Este fenómeno de descontrol, fue denominado *paper work crisis* o *paper crunch*[41].

Con el advenimiento de la tecnología informática, se produjeron progresos que permitieron administrar este desorden cuantitativo de títulos a través de sistemas que facilitan las comunicaciones, brindan medios sofisticados para la registración y el archivo de los documentos, su clasificación y rápida búsqueda. En los últimos tiempos, el papel y los documentos escritos han ido cediendo terreno paulatinamente ante el avance de la tecnología[42].

La desmaterialización de los títulos valores es un fenómeno que se inserta dentro de un acontecimiento más amplio: la tendencia globalizada hacia la desmaterialización de todos los documentos en soporte papel. La desmaterialización no sólo se da en el ámbito de los títulos valores, sino que también ha cobrado gran vigor el fenómeno de la desmaterialización del pago y sus constancias. El pago ya no se realiza entregando físicamente los billetes, sino a través de *Internet*, o de transferencias bancarias. Éstos han sustituido inclusive a los cheques. Aunque los cheques se sigan utilizando, estos pueden ser endosados para su circulación en forma desmaterializada en mercados de capitales e ingreso en sistemas de *clearing house* bursátil.

Aún más: comienza lentamente a desmaterializarse la prueba en los procesos judiciales. Incluso en los sistemas procesales de carácter escrito[43]. Cabe también señalar la marcada tendencia existente hacia la desmaterialización de los contratos, la realización de ofertas por Internet y los contratos por correo electrónico (e-commerce).

2.2. Concepto

Como se ha mencionado en capítulos anteriores, existen dos formas de encarar la problemática de la desmaterialización. Una de ellas consiste en identificarla con la informática y con el mercado de capitales. En tal sentido, se ha entendido por desmaterialización de los títulos valores al fenómeno por el cual se prescinde del documento como soporte material del derecho, conservando éste su carácter autónomo y transmitiéndose en base a información contenida en registros informáticos[44]. También se ha definido la desmaterialización como el proceso de replicar documentos de papel en un contexto digital para transferirlos electrónicamente[45].

Estas definiciones son correctas en la gran mayoría de los casos porque el mercado de capitales constituye un ámbito en el que existe gran cantidad de títulos y de operaciones sobre éstos, lo que genera una necesidad de contar con formas de administración y manejo de semejantes volúmenes en poco tiempo y con precisión. La tendencia natural, pues, es a desmaterializar la mayoría de las operaciones existentes en el mercado de capitales, y la informática es una herramienta formidable para la organización de registros en los que consten la titularidad, el monto, los gravámenes y los restantes datos de los títulos.

Este primer tipo de definiciones se apoya en el hecho de que el fenómeno de la desmaterialización tiene lugar, generalmente, en el mercado de valores. No obstante, no existen impedimentos absolutos para que el mencionado fenómeno tenga lugar más allá de dicho ámbito. En efecto, tal como se analiza más adelante, en las acciones escriturales de una sociedad no cotizante, o en las letras telefónicas del Banco Central, entre otros casos, existe desmaterialización sin necesidad de recurrir al mercado de valores ni a la informática.

Por lo tanto, se colige que la desmaterialización de los títulos valores debe ser definida con mayor amplitud, sin limitar su extensión al mercado de capitales y sin identificarla necesariamente con la informática, como el fenómeno por el cual los valores o derechos de crédito con la prerrogativa de circulación autónoma no se encuentran representados en un documento en soporte papel.

Se trata de una definición negativa, puesto que por naturaleza, la desmaterialización es un fenómeno negativo[46]. El prefijo “des” indica negación. La desmaterialización es la pérdida de materialidad, es el paso hacia la no-materialidad. Por otra parte, la definición contiene un aspecto afirmativo, pues expresa que se trata de derechos de crédito y añade que éstos conservan su característica de circulación autónoma.

No es exacto hablar de prescindencia del documento: si en el futuro la ley consagrase la plena validez del documento electrónico, este no dejaría de ser un caso de desmaterialización en tanto desaparezca el documento en soporte papel.

Tampoco resulta preciso hablar de valores representados mediante anotaciones en cuenta, ya que si bien este mecanismo de registración es el más habitual, existen supuestos en los cuales los valores no se encuentran representados documentalmente ni mediante anotaciones en cuenta, como en el caso de los certificados globales.

De todas formas, existe un acuerdo más bien general en que la desmaterialización es un fenómeno, es decir, un hecho de la realidad, al que, el Derecho intenta regular *ex post*. En otras palabras, la desmaterialización se encuentra en la realidad de los negocios.

Por otra parte, cabe señalar que la desmaterialización de los títulos valores constituye tan sólo una arista de un fenómeno mucho más amplio, cual es la desmaterialización en general, como consecuencia de la *paper work crisis* o *paper crunch q*ue abarca con muchas otras áreas temáticas jurídicas, como se ha mencionado tales como la desmaterialización de la prueba en los procesos judiciales, la desmaterialización de los contratos, entre otros supuestos.

Pueden distinguirse dos formas de desmaterialización. Existe desmaterialización parcial cuando la prescindencia del documento se produce sólo en ciertas etapas de la vida del título y desmaterialización total cuando se carece en forma absoluta del mismo[47]. Un caso de desmaterialización parcial ocurre cuando se omite la presentación del documento para el ejercicio de los derechos contenidos en el mismo[48].

Esta clasificación tiene un alcance limitado debido a que la desmaterialización total, que podría ser denominada también inmaterialización, es un verdadero interrogante. En el estado actual de la tecnología y de la ciencia jurídica no es factible, pues siempre ha de existir alguna constancia escrita en algún momento de la vida del valor negociable[49].

2.3. Ventajas de la desmaterialización

Más allá de los debates sobre la naturaleza jurídica de la desmaterialización de los títulos valores, lo cierto es que la gran mayoría de las transacciones que se realizan en los mercados de casi todo el mundo, tienen lugar con prescindencia del soporte papel, es decir, en forma desmaterializada.

Por tal motivo, resulta relevante analizar someramente las ventajas técnico-económicas que han llevado a la consolidación y difusión sin prisas ni pausas de este nuevo fenómeno.

Uno de los motivos más importantes ha sido sin dudas la practicidad. La sencillez y comodidad con la cual se realizan las operaciones sobre valores supera ampliamente a los medios tradicionales. Además, el manejo de grandes cantidades de valores negociables se hace mucho más simple y menos dificultoso que la administración de valores representados en soporte papel. Esta última solía ser mucho más trabajosa.

A las causas anteriormente mencionadas se agrega una mejora asombrosa en la velocidad en la que se realizan o concretan las transacciones, lo cual significa mayor cantidad de transacciones y mayor simplicidad.

La cesión de créditos había sido reemplazada en su momento por el endoso, un medio mucho más simple. Hoy el endoso ha sido desplazado a un segundo plano por la anotación en cuenta, y

en algunos casos, sencillamente por un doble *click* o por transacciones realizadas oprimiendo tan sólo un botón.

El ahorro de costos ha sido otra de las poderosas razones que coadyuvaron a que la desmaterialización se imponga en el mundo de los negocios. Si bien, la implementación de sistemas de registro requiere una inversión inicial considerable (en especial si son registros informáticos), esta inversión se recupera fácilmente no sólo evitando los costos de emisión e impresión de los títulos sino por una calidad superior de servicio con mayor rapidez y eficiencia. A su vez, el ahorro de papel no sólo implica un ahorro económico, sino una utilización más responsable de los recursos naturales en un momento en el que la preservación del medio ambiente no es una asignatura de menor importancia. Tampoco debe soslayarse el ahorro en costos de *stock* y almacenamiento de los títulos.

Otra ventaja es la de dar una nueva alternativa de transacción al inversor: por un lado tiene la posibilidad de realizar transacciones en el recinto en horario hábil. Por el otro, puede realizar transacciones en el mercado abierto electrónico sin limitación horaria.

A esta última ventaja debe agregarse la internacionalidad de este tipo de transacciones. A aquellos inversores que deseen realizar operaciones en un lugar distante del planeta les bastará con sentarse frente a la computadora durante unos minutos.

La precisión en el manejo de información se ha incrementado sensiblemente. Errores que solían ser muy comunes en los registros manuales o en el manejo de documentos en soporte papel, no sólo se evitan fácilmente, sino que en algunos casos la clasificación de la información es realizada en forma automática por un ordenador. Los programas informáticos (*software*) son cada vez más sofisticados y la especialización permite el diseño de sistemas confeccionados a la medida de las necesidades de los mercados de valores.

La desmaterialización de los títulos valores también significa un importante avance en materia de seguridad en el tráfico. Los títulos valores como el cheque o el pagaré lograron imponerse en su momento por esa razón. Resultaba muy inseguro transportar dinero por eventualidades tales como robos o pérdidas. Los títulos valores materiales prevén procedimientos tales como la cancelación o la designación del nombre del beneficiario (títulos a la orden). Sin embargo, los títulos presentan ciertas falencias en materia de seguridad. Un ejemplo es el caso de los títulos valores al portador robados y no cancelados a tiempo: el cobro o transmisión (endoso) de los mismos, permite al poseedor de mala fe beneficiarse ilegítimamente. En este orden de ideas, la desmaterialización es un paso adelante en materia de seguridad.

A medida que transcurre el tiempo la confianza del público inversor en los nuevos sistemas para la realización de transacciones aumenta considerablemente. Esta confianza es un valor insustituible que debe ser conservado celosamente, ya que en él reposa en gran parte todo el sistema.

En resumen, puede decirse que las principales ventajas de la desmaterialización son la mayor velocidad, precisión, eficiencia, seguridad y confiabilidad en las transacciones, el ahorro de costos, la posibilidad de mercados electrónicos que funcionen las 24 horas y la consiguiente internacionalización de las transacciones, así como razones prácticas de mayor simplicidad y comodidad.

Estas son algunas de las principales ventajas, pero la enumeración realizada no es taxativa. Corresponde analizar seguidamente la otra cara de esta realidad: las desventajas de la desmaterialización de los títulos valores.

2.4. Desventajas de la desmaterialización

El auge de la desmaterialización ha causado en ciertos casos el error de creer que las nuevas técnicas son infalibles. Como se ha mencionado *ut supra*, la desmaterialización no es sino una etapa de la evolución de los sistemas de circulación del crédito en la economía, y no supone el abandono definitivo de la cesión ni del endoso, medios que no han sido dejados de lado y –aunque en menor medida- siguen siendo utilizados. Se ha escrito mucho sobre las ventajas de la desmaterialización y poco sobre sus desventajas. Es un vacío que hay que comenzar a cubrir. En las líneas siguientes se mencionan algunos de los posibles defectos de la desmaterialización.

En primer lugar, existe con frecuencia una resistencia cultural respecto de la desmaterialización. La complejidad de la informática –herramienta de la desmaterialización- ha generado cierta resistencia y desconfianza de quienes han vivido durante mucho tiempo en la cultura del papel. Se trata de un problema que se irá superando conforme avance el tiempo.

Otra de las desventajas reside en la inversión inicial que requiere la implementación de sistemas desmaterializados, pues estos usualmente precisan de tecnologías informáticas costosas. No obstante, como ya se ha analizado en el apartado anterior, esta inversión inicial se recupera con creces merced a los importantes ahorros y mejoras que permite la desmaterialización.

Por otro lado los sistemas de registración no son infalibles y existen amenazas a los mismos tales como el peligro de pérdida, robo, destrucción o alteración de los registros, así como errores en las registraciones. Estos riesgos acechan constantemente al sistema y pueden generar enormes perjuicios, no sólo a los inversores que sufran pérdidas patrimoniales, sino también a la confianza del público inversor, piedra fundamental de todo el sistema.

No alcanza con las clásicas responsabilidades patrimoniales de los registros, que se satisfacen con el pago de una indemnización a los perjudicados y que no solucionan la raíz del problema. Debe acudirse, ante todo, a la prevención. Las políticas para evitar el acaecimiento de estos peligros deben incrementarse día a día, ya que una vez perdida la confianza, es difícil recuperarla[50]. También es importante recurrir a responsabilidades de tipo personal como las del Derecho administrativo sancionador (inhabilitaciones, multas, sanciones personales, etc.).

Otra de las desventajas de la desmaterialización reside en la ausencia de una regulación legal expresa, sistematizada e integral de los diversos aspectos que abarca, como así también la dificultad para compatibilizar este nuevo fenómeno con la teoría general de los títulos valores. Estos vacíos legales generan inseguridad jurídica e incertidumbres que pueden atentar contra la tan preciada confianza del público inversor. Allí hay necesidad de reglas claras y previsibles que otorguen una adecuada tutela a los inversores.

A su vez, existen obstáculos derivados de rigideces normativas, que se estudian en los capítulos subsiguientes, tales como el caso de la imposibilidad de constituir derechos reales sobre bienes inmateriales.

3. Los casos de desmaterialización

3.1. Valores representados mediante anotaciones en cuenta

Como se ha dicho reiteradamente, la desmaterialización no es exclusivamente consecuencia del fenómeno informático. Sin sistemas informáticos la desmaterialización se hubiera dado

igualmente. Antes de la expansión del fenómeno informático en el mundo, la participación accionaria y la calidad de socio de una sociedad comercial quedaban fehacientemente probadas por medio de una anotación en un libro de registro[51].

En la medida en que la acción se ha ido transformando en un título valor, a cuyo poseedor le interesa obtener dividendos más que intervenir en la conducción de la sociedad, la materialidad de la tenencia física del título para ejercer los derechos societarios ha ido perdiendo importancia y ha cedido paso a los certificados de participación en títulos emitidos globalmente por la sociedad y conservados por ella en un depósito en una cuenta especial en la que se anota la participación que corresponde a cada uno de los suscriptores del capital social. De esa anotación se entrega constancia escrita al aportante[52]. La legitimación en la posesión del título valor se sustituye por la legitimación a través de la anotación contable en la cuenta respectiva. Del título valor, se pasa al valor sin título.

Estos valores se rigen por el principio de autonomía y se les aplica la teoría general de los títulos valores, sin perjuicio del debate acerca de su naturaleza jurídica y sobre la interpretación del principio de necesidad en estos casos[53].

Una de las novedades más salientes de la ley de sociedades anónimas española en relación con las acciones consistió en el reconocimiento expreso e inequívoco de la posibilidad de su representación mediante anotaciones en cuenta (art. 51 LSA). Con ello se aplica nuevamente un principio que ya estaba presente en el art. 5.1 de la ley de mercado de valores española. De acuerdo con dicha norma, los valores negociables son susceptibles de ser representados tanto mediante títulos como por medio de anotaciones en cuenta. Por otra parte, se reconoce a las acciones (cualquiera sea su grado de negociabilidad) la posibilidad de no estar representadas documentalmente[54].

a) Clases de valores representados mediante anotaciones en cuenta

I. Las acciones escriturales

Hasta la sanción de la Ley Nº 22.903, la tenencia de los títulos accionarios (papeles) otorgaba la calidad de socio. No era suficiente ser titular de la acción, sino que además era menester tener la efectiva posesión del título. Al contenido puramente ideal del fraccionamiento del capital, se agregaba un contenido material que se traducía en su instrumentación en títulos.

Con la finalidad de fomentar la inversión de terceros en las sociedades, se ha simplificado la forma de los títulos y hasta se los ha suprimido en algunos supuestos. Tal es el caso del art. 208 de la Ley Nº 19.550 después de la reforma de la Ley Nº 22.903, que a su vez busca evitar los problemas que involucra el traslado de los títulos accionarios[55].

Aquella materialidad o carácter necesario del título como elemento tipificante del mismo ha sido abandonado con la nueva reforma del art. 208 de la ley de sociedades[56]. La acción como título ha sido sustituida por una anotación en una cuenta especial dentro de un registro llevado a tal efecto. De esta manera, la consagración legislativa de las acciones escriturales significó el primer caso de desmaterialización en el Derecho positivo argentino[57].

Se admitió, así, que todas las acciones o algunas de ellas no se representen en títulos. Para ello se debe llevar un libro especial en el cual se abren cuentas a nombre de cada suscriptor. El banco, la caja de valores o la sociedad, deben entregar al accionista comprobante de la apertura de la cuenta y de todo movimiento que se registre en ella. Los accionistas tienen derecho a la constancia del saldo de la cuenta, a su costa. Este libro puede ser llevado por la

sociedad, por una entidad bancaria o por una caja de valores autorizada y se le aplican las reglas del art. 213 de la ley[58].

La sociedad será responsable por los errores o irregularidades en las cuentas, sin perjuicio de la responsabilidad de quien lleve el libro (caja de valores o el banco).

La legislación italiana consagró para las sociedades por acciones en 1923 la posibilidad de evitar la emisión de títulos accionarios. En caso de hacerlo, la calidad de socio debería probarse mediante la inscripción en el libro respectivo[59].

Se ha sostenido que las acciones escriturales lisa y llanamente no son títulos valores, puesto que su desmaterialización es opuesta a la objetivación del derecho en el documento, carácter propio de los títulos valores[60]. Tal postura carece de una perspectiva omnicomprensiva del nuevo paradigma de la desmaterialización de los títulos valores. Si hubiera que atenerse a dicha visión, no quedaría ningún título valor. Los títulos valores desaparecerían de la ciencia jurídica. Más atinado parece reformular algunos principios tradicionales de la teoría general de los títulos valores al nuevo fenómeno.

Caben dudas, es cierto, respecto de la existencia del carácter necesario de los títulos accionarios. En este sentido, se ha dicho que la necesidad atañe a la registración, no al título[61]. Sin embargo, lo cierto es que es muy difícil justificar la necesidad en esta clase de supuestos.

Sin perjuicio de lo dicho, en las acciones escriturales existe autonomía, característica distintiva de los títulos valores. En la práctica, no existen dificultades para aplicar las reglas generales sobre títulos valores gracias a la sencilla y contundente disposición del art. 226 de la ley de sociedades que establece expresamente que las normas sobre títulos valores se aplican en cuanto no sean modificados por dicha ley. Por lo tanto, el principio de autonomía rige plenamente[62].

II. Las obligaciones negociables escriturales

Las obligaciones negociables son títulos de deuda que emite un sujeto con la finalidad de financiar sus pasivos regulados por la Ley Nº 23.576, modificada por la Ley Nº 23.962. Las obligaciones negociables pueden ser al portador, nominativas o escriturales[63].

Las obligaciones negociables pertenecen al género de los títulos valores, otorgan a su portador legitimado un derecho de crédito contra la sociedad emisora de acuerdo con las condiciones de emisión, y pueden ser cartulares o escriturales. En los últimos años, un importante número de obligaciones negociables colocadas en los mercados nacional e internacionales, fueron emitidos en forma cartular, nominativa, no endosable, representadas por uno o más títulos globales (*global notes*). Para facilitar su negociación en los mercados internacionales, los títulos globales fueron ingresados a sistemas de depósito colectivo[64].

En las condiciones de emisión, puede pactarse que las obligaciones negociables no sean representadas por títulos, caso en el cual deben inscribirse en cuentas a nombre de sus titulares en un registro de la emisora. La emisora debe entregar al obligacionista un comprobante de la apertura de cuenta y constancias de saldo de la cuenta a su costa[65].

Los inversores de obligaciones negociables escriturales, acreditan sus tenencias a través de inscripciones en registros de cuentas de entidades de depósito colectivo. Para transmitir estos

títulos, es necesario notificar por escrito a la emisora e inscribir dicho acto en el libro o cuenta correspondiente. La transmisión surte efectos desde la inscripción.

Las obligaciones negociables escriturales son un paso más en el proceso de desmaterialización de los títulos valores. Esto permite reducir costos y eliminar el tráfico de los documentos incorporantes del mismo modo en que se lo hace al emitir certificados globales o títulos múltiples, posibilidad que no está prohibida para las obligaciones negociables. Además, permiten evitar tardanzas innecesarias en el intercambio financiero[66].

III. Desmaterialización y fideicomiso: certificados de participación en fideicomiso y títulos representativos de deuda fiduciaria

El art. 21 de la ley de fideicomiso establece la posibilidad de que el fiduciario emita certificados de participación en el fideicomiso, así como la facultad a favor del fiduciario o terceros para emitir títulos representativos de deuda fiduciaria, efectuando al respecto una remisión al régimen legal de las obligaciones negociables[67]. El tenedor de un certificado de participación fiduciario tiene derecho a los rendimientos, a una cuota de propiedad y a una cuota del importe de la venta.

Puede decirse que la ley de fideicomiso ha creado dos nuevos títulos valores, que no estaban contemplados en leyes anteriores: los certificados de participación y los títulos representativos de deuda fiduciaria. La remisión a la ley de obligaciones negociables dota a estos certificados de circulabilidad y simplifica las formalidades de su transmisión permitiendo incluso la desmaterialización de los títulos fiduciarios.

Ambas clases de títulos son considerados títulos valores (o valores negociables) y pueden ser objeto de oferta pública, ya que son derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos en serie, y por su régimen de transmisión son negociables en mercados financieros[68].

El art. 21 de la ley adopta para los certificados de participación y los títulos representativos de deuda el contenido del art. 8 de la Ley Nº 23.576 de obligaciones negociables[69]. Los títulos podrán escriturales. En tal caso, se tratará de valores no representados en títulos, sino inscriptos en cuentas que se anotarán en un registro de la sociedad emisora, banco o caja de valores[70]. Se trata claramente de un nuevo caso de desmaterialización.

La ley confiere, pues, al fiduciario financiero la prerrogativa especial de la circulación autónoma. Es decir, el tercero de buena fe adquiere el título a título originario. El régimen queda exceptuado de las normas del Cód. Civ., quedando el certificado dotado de circulación autónoma.

b) Sistemas de registración

Hasta aquí el análisis y clasificación general de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, que representan el caso más difundido actualmente de desmaterialización. Resulta oportuno, pues, ingresar en el estudio de un aspecto esencial de los valores representados por anotaciones en cuenta, no ya su clasificación, sino la metodología y funcionamiento de los sistemas existentes de administración y manejo de las grandes cantidades de títulos que circulan diariamente en las economías del mundo actual.

Estos sistemas han sido de gran utilidad, y han contribuido a la superación de la problemática que presentaba el manejo de los títulos individuales en soporte papel. Además, como ya se ha

mencionado, los sistemas de administración de valores han sido un paso adelante en materia de seguridad y velocidad en las transacciones.

Los valores representados mediante anotaciones en cuenta y las operaciones o negocios sobre ellos pueden simplemente constar en el libro de una sociedad no cotizante, o bien pueden darse en el marco de los complejos sistemas de registro existentes en el mercado de capitales.

La administración y manejo de valores no representados documentalmente exige la utilización de técnicas que permitan individualizar los datos correspondientes a dichos valores (titular, monto del título, gravámenes sobre el mismo, etc.), ya que de lo contrario, sería imposible individualizarlos o realizar transacciones con ellos[71], actualmente esta individualización tiene lugar a través de los sistemas de registro. Existen dos clases de sistemas de registro: el registro en libros en soporte papel, y la registración en soporte digital (informático).

I. Los libros de registro

Los tradicionales libros de registro en soporte papel son todavía utilizados con gran frecuencia en la registración de títulos accionarios de sociedades anónimas. En especial en aquellas que no realizan oferta pública de sus acciones.

En el Derecho positivo nacional, el libro de registro de acciones escriturales debe ser llevado con las formalidades de los libros de comercio. En él se consignan los datos indicados por los arts. 213 a 215 de la ley de sociedades. Este libro posee una enorme importancia, ya que las inscripciones en él asentadas tienen carácter constitutivo de la calidad de socio o accionista frente a la propia sociedad o frente a terceros[72].

II. Los registros informáticos

Los registros pueden ser llevados mediante el uso de computadoras u ordenadores. Los sistemas informáticos poseen una considerable precisión y capacidad en el manejo de gran cantidad datos. Ello los hace ideales para la registración de operaciones sobre valores, en especial cuando el número valores, y de operaciones es elevado y sucede en lapsos de tiempo breves, tal como ocurre en el mercado de capitales, ámbito sumamente propicio para el uso de registros informáticos.

Para la sustitución de medios físicos por medios informáticos en la documentación societaria, el art. 61 de la ley de sociedades exige la autorización de la autoridad de contralor.

III. Sistemas de depósito centralizado de títulos

En la gran mayoría de los mercados de capitales, los títulos deben ser depositados en una entidad especial creada para eso. En Argentina, esta entidad es la Caja de Valores, que ha sido creada bajo la forma jurídica de una sociedad anónima. Todas las operaciones son registradas, de manera tal que exista información precisa y confiable sobre la propiedad, prenda y gravámenes existentes sobre los títulos.

En los últimos años, las centrales de registro han incrementado su precisión, velocidad y confiabilidad, merced al desarrollo exponencial de la tecnología informática aplicada a las operaciones sobre títulos valores. La complejidad del mercado de capitales, dada por la cantidad de transacciones, su monto y rapidez, exige la utilización de técnicas que permitan concretar las transacciones en forma segura, confiable, rápida y barata, y a la vez, permitan llevar un registro exacto de las mismas.

La mejor herramienta ha sido, sin dudas, la informática, que ha entrado en combinación con una nueva técnica de registración: los sistemas de depósito centralizado de valores, o depósito colectivo de títulos. Los títulos son depositados en determinadas entidades y las transferencias de dominio se celebran sin necesidad de efectuar el incómodo traslado físico de los títulos, ya que dentro de la entidad depositaria, dichas operaciones se efectúan mediante acreditaciones o anotaciones en las respectivas cuentas habilitadas al efecto[73]. En los títulos desmaterializados que circulan en el mercado de capitales la legitimación no está dada ni por la entrega ni por el endoso, sino por las anotaciones en cuenta. Los datos más relevantes de los valores (titular, monto, etc.) son representados mediante asientos contables inscriptos en los registros.

Las anotaciones son inscriptas en registros informáticos. Estos no se encuentran representados en soporte papel, sino en soporte digital (sin perjuicio, claro está, de la posibilidad de obtener comprobantes o certificados). Las ventajas de esta clase de registros han permitido un mejoramiento de la operatoria bursátil en todo el mundo.

3.2. Los certificados globales y los títulos múltiples como supuesto de desmaterialización

Otro supuesto a analizar es el de la desmaterialización a través de la transformación de un gran número de títulos en uno solo que tenga la entidad de representar a muchos de ellos. Dentro de esta variante de desmaterialización, existen dos supuestos: los títulos múltiples y los certificados globales.

Ambos tuvieron origen en razón del tratamiento masivo de los títulos en serie, en virtud del cual se fue admitiendo, primero, la emisión de títulos múltiples, o sea, representativos de varias unidades. Con posterioridad, al implementarse sistemas de gestión o depósito centralizado de títulos, estos títulos múltiples dieron origen a los certificados globales o títulos globales. Éstos constituyeron un segundo avance, en el que el sistema centralizado recibía del emisor un título único representativo de la totalidad de la emisión (o de gran parte de ella), con lo cual la circulación de los derechos de cada usuario no requería la parcialización del título general, sino que bastaba con anotaciones, órdenes de movilización o asientos. El título en esta etapa era aún necesario para el nacimiento del derecho, pero no para su transmisión[74].

Se trata de un supuesto especial de desmaterialización, ya que en los certificados globales, el soporte papel no desaparece por completo. Sin embargo se reduce de manera considerable y facilita enormemente la administración y manejo de los títulos.

Los certificados globales de acciones se encuentran regulados en la ley de sociedades[75], mientras que los certificados globales de obligaciones negociables están legislados por el art. 30 de la ley de obligaciones negociables N° 23.576[76]. El sistema persigue la temporaria eliminación de los títulos representativos y la registración de los derechos respectivos a nombre de los comitentes inscriptos en la caja de valores, pero el título debe reaparecer cuando el comitente requiera su entrega efectiva[77].

El título tiene todas las características de los títulos de crédito en serie: necesidad, literalidad y autonomía[78]. En la ley de obligaciones negociables[79], la idea, al igual que en el caso de los certificados globales de acciones de sociedades anónimas, es facilitar la operatoria de los títulos que de todos modos habrán de ser negociados por el sistema de depósito colectivo de títulos valores[80].

Otro ejemplo de regulación legal de los certificados globales puede encontrarse en el art. 18 de la Ley Nº 24.083 para las cuota partes de los fondos comunes de inversión[81].

Los títulos múltiples o plurales tienen similitudes con los certificados globales. La más notoria de ellas es que ambos representan a más de una acción (o más de una obligación)[82].

Los certificados globales plantean dificultades desde el punto de vista de la acreditación de la legitimación[83] y no pocos problemas se presentan en la práctica en torno a la acreditación de la legitimación activa de quienes revisten la calidad de beneficiarios en certificados globales representativos de obligaciones negociables en procesos concursales o ejecutivos, en donde las facultades de conocimiento de los jueces se hallan restringidas. Es necesario, por tanto, armonizar la interpretación de los institutos cambiarios clásicos con el fenómeno de la desmaterialización de los títulos valores, de su representación mediante certificados globales y de la circulación en mercados de capitales internacionales[84].

En este mismo sentido, la eficacia legitimadora de los comprobantes de saldo se encuentra en el centro de la discusión en virtud de que, en sentido estricto, no se estaría dando cumplimiento a la necesidad como principio elemental del Derecho cartular, debido a que los comprobantes o certificados (las constancias emitidas por la entidad depositaria) no suplirían, en principio, el carácter necesario de los títulos originales. Esto es, los derechos deberían ser ejercidos únicamente con la posesión de los títulos originales, y no sería posible, en principio, ejercerlos con una copia o un comprobante. Si bien este cuestionamiento es correcto desde la óptica tradicional, lo cierto es que una visión rígida de dichos principios frustraría en la práctica el ejercicio efectivo de los derechos de los inversores y de los tenedores de títulos.

Para el caso de los certificados globales de obligaciones negociables, la nueva legislación sobre transparencia en la oferta pública de valores ha establecido expresamente la eficacia legitimadora de estos comprobantes o constancias. Estos comprobantes tienen incluso carácter de título ejecutivo para el cobro o percepción de las acreencias correspondientes[85]. Existen precedentes en los que se ha entendido que con la constancia del saldo de valores en custodia entregada por Caja de Valores S.A. queda suficientemente acreditada la legitimación sin necesidad de autenticación ni otros requisitos[86].

3.3. El Estado y la desmaterialización.

Al prescindirse de la necesidad, esto es, nada menos que del título mismo, es preciso que exista una gran confianza en el emisor. El Estado, utilizando su credibilidad, su respaldo y su poder de legislar fue uno de los pioneros en el proceso de desmaterialización[87].

Las acciones escriturales fueron el primer caso de desmaterialización en el sistema jurídico positivo nacional. Era de esperarse, pues, que la acción escritural fuese el punto de partida para admitir en nuestra legislación la desmaterialización de otros derechos o valores circulatorios. Unos meses después de la sanción de la Ley Nº 22.903, la circular TINAC 1-20 Res. 132/83 (Comunicación “A” 446) del B.C.R.A. dio lugar a la aparición en nuestro mercado financiero de las denominadas letras telefónicas[88].

Más allá de este caso, en Argentina ha sido frecuente que el Estado coloque valores sin emitir los títulos correspondientes, ya sea en forma definitiva o transitoria, por razones de urgencia, transmitiéndose los derechos, mientras no se emiten los títulos, mediante anotaciones en cuenta. No ha existido en términos generales desconfianza del público inversor por el uso de estos mecanismos, y no ha habido disputas sobre el punto[89].

Concertada la operación financiera entre la entidad y el bcra, éste la registra en sus libros creando el título, o estableciendo el marco del derecho otorgado. Con esta anotación, a la que

habrá que remitirse siempre, queda formalizado el derecho creditorio entre emisor y tomador. La emisora podrá eventualmente emitir un certificado si se le solicita, pero el título no es el certificado, sino la anotación[90].

Los fondos ingresan a una cuenta. Si el derecho es transferido, el emisor registra la transferencia celebrada, toma los fondos y los acredita en la nueva cuenta.

En España, el Estado, en el ámbito de la deuda pública, fue también pionero en la técnica de la sustitución de la representación de los valores mediante título o papel por su anotación en una cuenta. Este sistema comenzó a utilizarse en las emisiones de Pagarés del Tesoro, para extenderse más tarde a otras modalidades de deuda del Estado[91].

3.4. La desmaterialización de los cheques

Un tema de creciente importancia, que no suele ser tratado en conexión con la desmaterialización de los títulos valores, es el de la desmaterialización de títulos individuales.

En algunos ordenamientos jurídicos, la desmaterialización ha llegado a esta clase de títulos. Así ocurre con la *lettre de change relevé* francesa y con sistemas de desplazamiento de cheques por medios electrónicos[92].

En Argentina, el art. 56 de la nueva ley de cheques, ha creado una alternativa consistente en la posibilidad de desmaterializar los cheques a través de su endoso, incluyendo además la frase "para su negociación en Mercados de Valores"[93], en cuyo caso el cheque será depositado en la Caja de Valores S.A. para su posterior negociación.

La ley flexibiliza las formalidades y fomenta este nuevo tipo de circulación. La oferta primaria y la negociación secundaria de cheques de pago diferido no se considerarán oferta pública comprendida en el art. 16 de la Ley Nº 17.811 y no requerirán autorización previa[94].

El depósito de los títulos no transfiere a la entidad depositaria su propiedad ni su uso; ésta solamente deberá custodiarlos y realizar las registraciones contables que se deriven de su negociación. En ningún caso la entidad depositaria quedará obligada al pago, ni será responsable por los defectos formales de los documentos ingresados, ni por la autenticidad de las firmas.

4. Recapitulación.

En este capítulo se han analizado aspectos fundamentales de la desmaterialización, como su concepto, las razones que han suscitado el desenvolvimiento de este fenómeno y ejemplos que se corresponden con la definición adoptada.

La desmaterialización de los títulos valores debe ser definida con amplitud, sin limitar su extensión al mercado de capitales y sin identificarla necesariamente con la informática, como el fenómeno por el cual los valores o derechos de crédito con la prerrogativa de circulación autónoma dejan de estar representados en un documento individual en soporte papel.

La adopción de una definición amplia, que contemple casos ajenos al mercado de capitales, no implica negar la importancia del mismo en la difusión y consolidación del fenómeno de la desmaterialización en el mundo de los negocios. En el capítulo siguiente se analiza por separado este importante ámbito en el que la desmaterialización ha cobrado auge.

Las principales ventajas de la desmaterialización son la mayor velocidad, precisión, eficiencia, practicidad, seguridad y confiabilidad en las transacciones, el ahorro de costos, la posibilidad de que los mercados electrónicos funcionen las 24 horas y la consiguiente internacionalización de las transacciones.

Sin perjuicio de las enormes ventajas, la desmaterialización tiene desventajas y riesgos que no deben ser subestimados por los técnicos, economistas y juristas, tales como la ausencia de regulación legal expresa, resistencia cultural, costos iniciales, alteración o pérdida de registros. Estos riesgos deben ser estudiados y prevenidos, no bastando para la prevención con condenas indemnizatorias que resultan insuficientes para la reparación al valor "confianza", de gran importancia en materia de crédito.

La enumeración caso por caso se ha considerado necesaria como complemento y refuerzo de la definición adoptada, y teniendo en cuenta algunas confusiones conceptuales que aún subsisten en virtud de la complejidad de esta asignatura. Los casos de desmaterialización existentes en el Derecho argentino son: a) las acciones escriturales, b) las obligaciones negociables escriturales, c) los títulos fiduciarios representados mediante anotaciones en cuenta, d) los títulos estatales (como las letras telefónicas del BCRA, e) los cheques endosados para su negociación en mercados de valores, f) los certificados globales, y g) los títulos múltiples. En los dos últimos supuestos, el soporte papel no desaparece por completo, pero se reduce enormemente, simplificando el manejo de grandes cantidades de títulos.

IV. Capítulo 3 - Análisis de un caso especial: La Desmaterialización en el Mercado de Capitales [arriba]

1. Planteamiento

La desmaterialización y los nuevos medios tecnológicos de administración de datos han contribuido a la expansión y consolidación del mercado de capitales en todo el mundo. El incómodo proceso de intercambio de papeles en el recinto bursátil, ha sido paulatinamente dejado de lado y actualmente la enorme mayoría de las transacciones en éste ámbito se realizan con prescindencia del soporte papel. Por tal motivo, recientes reformas legislativas han ampliado el concepto de oferta pública de modo tal que incluye, actualmente, a los valores no representados en soporte papel.

A lo largo de los capítulos iniciales se ha hecho particular énfasis en la diferencia existente entre desmaterialización e informática, también se ha aclarado que el mercado de capitales no es el único ámbito en el que puede existir desmaterialización. Estas aclaraciones se han hecho porque es muy frecuente observar confusiones o hasta su utilización como sinónimos, cuando en realidad no lo son. Distinguir entre desmaterialización e informática no importa negar que esta última haya potenciado enormemente el auge de la desmaterialización. Lo ha hecho, y en forma encomiable, transformándose en una poderosa herramienta práctica de difusión y consolidación del fenómeno.

De forma análoga, la distinción entre desmaterialización y mercado de capitales tampoco importa negar en absoluto que el mercado de capitales sea el ámbito en el cual la desmaterialización ha tenido mayor difusión.

En el presente capítulo se analizarán los aspectos más relevantes de la desmaterialización de los títulos valores en el ámbito del mercado de capitales, máximo exponente actual de la desmaterialización. Dicho análisis irá precedido por una breve descripción del funcionamiento de ese mercado y de las normas elementales que rigen la oferta pública de valores, a efectos de comprender la forma en la que los títulos desmaterializados se insertan en el concepto de oferta pública.

2. El Concepto de Oferta Pública

Las transformaciones que ha sufrido la regulación normativa de la oferta pública de valores es ilustrativa del fuerte impacto de la desmaterialización en el mercado de valores. El concepto de oferta pública, fundamental por sus consecuencias prácticas, coadyuva a definir el ámbito de aplicación de la Ley Nº 17.811, permite establecer si son o no aplicables las normas y el contralor de la Comisión Nacional de Valores y determina el régimen impositivo aplicable a obligaciones negociables, certificados de participación fiduciaria y certificados de deuda fiduciaria.

El art. 16 de la Ley Nº 17.811 definió inicialmente la oferta pública como la invitación que se hace a personas en general o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores. Vale decir, que el concepto de oferta pública era definido con base en la noción tradicional de "títulos valores", insuficiente a la luz de la evolución de los últimos tiempos[95].

La situación cambió profundamente a partir de la sanción del decreto delegado N° 677 del año 2001. Esta norma, en su art. 2°, hace referencia a los "valores negociables", concepto que rige la nueva conformación del mercado de capitales en nuestro medio y se reitera a lo largo del decreto[96]. Los valores negociables deben reunir las características de ser homogéneos y fungibles, emitidos en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, y susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Particular relevancia reviste el art. 4°, que describe el régimen legal de los valores escriturales o representados mediante anotaciones en cuenta. Se trata, por tanto, de una concepción sumamente amplia de oferta pública de valores, que abarca también a los títulos desmaterializados[97].

Los considerandos del decreto explican que se abandona el tradicional concepto de título valor, históricamente identificado con la forma cartular de los valores, para incluir a valores escriturales, anotados en registros contables, modalidad casi excluyente en el mercado de capitales. Se ha adoptado un concepto semejante al de *security* en el sistema anglosajón y más acorde con la realidad, superando el carácter formalista del viejo concepto. Similar criterio ha sido adoptado por la ley española del mercado de valores (LMV), que también incorpora el concepto de "valores negociables"[98].

3. La Entidad Depositaria: Caja de Valores S.A.

La Caja de Valores S.A. tiene por principal función recibir el depósito y centralización de los títulos valores de las sociedades que hacen oferta pública[99] permitiendo que el movimiento físico de los mismos sea reemplazado por simples asientos contables en los respectivos registros. Todo movimiento de los títulos (o de los derechos autónomos) queda asentado en los registros: transmisiones, retiro de títulos, constitución de prenda, etc.[100]

El depósito es efectuado a la orden de los depositantes y a nombre de los comitentes. La caja no recibe la propiedad ni el uso de los títulos, su función es de custodia[101]. Para la concurrencia a asambleas y el ejercicio de otros derechos similares, la caja emite certificados.

La caja gestiona el cobro de dividendos e intereses. También tiene por función hacerse cargo del depósito de títulos escriturales, que administra por medio de los respectivos asientos contables. En suma, la Caja de Valores S.A., cuyos accionistas son el merval y los agentes de bolsa, es un factor de vital importancia en la correcta y ágil liquidación de las operaciones del mercado de capitales[102]. La Ley Nº 20.643[103] regula el funcionamiento de la Caja de Valores.

Este sistema permite la circulación de valores con prescindencia del soporte papel. La circulación puede darse en un sistema autorizado de compensación y liquidación de valores (*clearing house*) o de anotaciones en cuenta. Por otra parte, los valores negociables, aún sin documento, son susceptibles de gravámenes (embargos) y derechos reales (prenda) que se efectivizan a través de anotaciones en un registro.

4. Registro de Operaciones sobre Títulos Desmaterializados

La desmaterialización de los títulos valores en el mercado de capitales tiene lugar a través de una serie de operaciones complejas que permiten que, prescindiendo del soporte papel, las transacciones sobre valores se realicen con total seguridad y confiabilidad y a grandes velocidades.

Estos procesos tienden a otorgar una protección al inversor equivalente o superior a la que posee al realizar operaciones sobre títulos materiales.

Seguidamente se analizarán los procedimientos mencionados, que básicamente, consisten en depositar el título material en una entidad creada a ese efecto y reemplazarlo por una anotación en una cuenta especial. Luego, realizar las transacciones, liquidarlas y compensarlas a través de anotaciones en cuenta y prescindiendo del papel, y, si ello fuera necesario, recuperar el título material (o un comprobante de su existencia), cuando el inversor no tuviere necesidad de seguir haciéndolo circular, o cuando lo necesite a los efectos de ejercer alguno de los derechos contenidos en el título y si no pudiera hacerlo con la anotación contable.

4.1. El depósito de títulos

La secuencia desmaterializadora comienza cuando el propietario del título lo deposita en la entidad correspondiente (Caja de Valores S.A.).

La Caja de Valores S.A. actúa como entidad depositaria de los títulos valores. Los derechos contenidos en esos títulos se desmaterializan y pasan a circular a través del sistema de anotaciones en cuentas[104]. Mediante las anotaciones en cuenta pueden individualizarse los derechos de cada depositante o propietario.

En el contrato de depósito, son depositantes las personas autorizadas a efectuar depósitos por cuenta propia o ajena, el propietario de los títulos se denomina comitente, mientras que la Caja de Valores S.A. actúa como depositaria y responsable por la custodia de los títulos[105].

Cabe señalar, que se trata de un tipo especial de contrato de depósito, según el cual el depositante hace entrega a la entidad depositaria de una cierta cantidad de títulos valores y la entidad depositaria asume el compromiso de devolver igual cantidad de títulos de la misma

especie y clase, sin que se pueda requerir la devolución de los mismos títulos originalmente depositados. Asimismo, contrariamente a los principios del depósito irregular, la entidad depositaria de valores no adquiere la propiedad de los títulos, sino que asume una función de mera custodia, debiendo además prestar ciertos servicios[106].

4.2. La emisión de certificados.

La Caja emite certificados a solicitud de los depositantes, comprobantes o las denominadas constancias de saldo, que contienen el nombre, domicilio del comitente, cantidad, especie, clase y emisor de los títulos. El certificado permite el ejercicio de ciertos derechos contenidos en el título, tales como la concurrencia a asambleas, el ejercicio del derecho de voto o el cobro de dividendos[107].

Por lo tanto, la utilidad de los certificados es manifiesta, sin embargo, la compatibilidad de estos certificados con el carácter necesario de los títulos valores no es tan clara. En sentido estricto, el ejercicio de los derechos contenidos en el título solamente debería poder ser ejercida mediante la tenencia y presentación del título original. Esta es una de las cuestiones centrales de la desmaterialización que se analiza en el último capítulo.

5. Independencia de la desmaterialización respecto de la Informática y del Mercado de Capitales.

El fenómeno informático constituye una verdadera novedad en el estudio del mercado de capitales y ha llevado a autorizada doctrina a sostener que la única forma de poder llevar eficientemente el registro es mediante el uso de ordenadores[108], e incluso a identificar el concepto de informática y desmaterialización como sinónimos[109].

En realidad, la delimitación precisa del concepto de desmaterialización de los títulos valores exige admitir que existen casos en los que existe desmaterialización en ausencia de tecnologías informáticas. Ello sucede, por ejemplo, como ya se ha mencionado, en el caso de las acciones escriturales, las obligaciones negociables escriturales (que pueden ser registradas tanto en registros informáticos, como en libros societarios en soporte papel) y los títulos globales.

Si bien la informática ha generado un verdadero *boom* de la desmaterialización de los títulos valores, es posible pensar en la desmaterialización sin la informática, y debe tenerse en cuenta que se informatizan los registros y no los títulos.

De la misma manera, es posible pensar en desmaterialización de títulos valores tanto dentro como fuera del mercado de capitales. En el caso de las acciones escriturales de una sociedad no cotizante, existe un verdadero supuesto de desmaterialización fuera del ámbito del mercado de capitales.

Así como existe desmaterialización fuera del mercado de capitales, también han existido mercados de capitales sin desmaterialización durante la primera mitad del siglo XX (en el recinto, intercambiando papeles).

Por lo tanto, es dable sostener que ambos conceptos se relacionan en muchos supuestos, pero son conceptualmente independientes entre sí.

6. Recapitulación

Cualquier estudio sobre la desmaterialización de los títulos valores debe tener presente la importancia del mercado de capitales, su funcionamiento y su regulación normativa. El mercado de valores ha sido el ámbito en el que la desmaterialización ha tenido mayor difusión. Ello, empero, no importa afirmar que desmaterialización y mercado de valores sean sinónimos.

Sin embargo, esta estrecha relación entre ambos, ha llevado en muchos casos a circunscribir la desmaterialización exclusivamente al mercado de valores. Uno de los propósitos de este trabajo ha sido hacer énfasis en la correcta delimitación del concepto y alcance del fenómeno de la desmaterialización.

Los registros pueden ser informáticos o en soporte papel. Los registros informáticos poseen grandes ventajas y son una herramienta formidable para la administración de datos pertenecientes a grandes volúmenes de transacciones realizadas en muy poco tiempo. Sin embargo, no debe confundirse informática y desmaterialización. Baste con pensar en las acciones escriturales de una sociedad registradas en un libro societario en soporte papel como un ejemplo de desmaterialización sin informática.

Con el estudio del mercado de valores concluye, pues, el análisis del concepto y casos de desmaterialización. Cabe avanzar ahora hacia el estudio de los principales aspectos jurídicos relacionados con esta temática respecto de los cuales no existe uniformidad de criterios en el ámbito doctrinario y que deben ser examinados detenidamente en vistas a futuras reformas legislativas.

V. Capítulo 4 - Principales Aspectos Jurídicos controvertidos de la Desmaterialización [arriba]

1. Planteamiento

El estudio de la desmaterialización de los títulos valores requiere como paso insoslayable el análisis de los principales debates jurídicos existentes sobre la materia. Máxime teniendo en cuenta que la desmaterialización de los títulos valores no se encuentra legislada, y existen cuestiones que son objeto de discusión tanto a nivel doctrinario como en proyectos de reforma legislativa.

En el presente capítulo se analiza el debate sobre la posibilidad desmaterializadora de títulos individuales, además de la desmaterialización de títulos en serie, la nominatividad y la obligatoriedad de la desmaterialización. Se estudian también los riesgos de alteración, destrucción, pérdida o robo de los registros y sus consecuencias jurídicas, que constituyen el verdadero talón de Aquiles de la desmaterialización.

El estudio del carácter de título ejecutivo de las constancias o comprobantes de saldo de títulos desmaterializados es un aspecto de gran importancia práctica, ya que hace a la satisfacción y rápido cobro de las acreencias de los titulares de valores no cartulares. La ejecutividad de dichos comprobantes, hasta no hace mucho tiempo, no se encontraba legislada en absoluto en el Derecho argentino. Actualmente se encuentra regulada, pero para un caso particular, lo que constituye una grave falencia, que debe ser corregida por el legislador.

Finalmente, se incluye el análisis de uno de los aspectos más significativos de la desmaterialización: la posibilidad de constituir derechos reales como la prenda o el usufructo

sobre títulos desmaterializados. Se trata de una asignatura pendiente, que no ha sido abordada doctrinariamente con la profundidad necesaria hasta el momento.

El estudio de los aspectos medulares de la desmaterialización permitirá insertar este fenómeno dentro de la teoría general de los títulos valores, brindando un marco de seguridad jurídica y sentando las bases para el dictado de una legislación moderna, clara y sistematizada que fomente el desarrollo de este vehículo de circulación de capital y crédito, así como el desarrollo de la economía y el bienestar general.

2. Títulos en Serie o Individuales. Fungibilidad

Una de las cuestiones que ha sido objeto de arduas discusiones es la relativa a permitir la desmaterialización solamente para los títulos en serie o extenderla también a los títulos individuales. La primera opción es la que mayor acogida ha tenido en sistemas que establecen la desmaterialización a través del depósito centralizado de títulos o de cajas de valores[110].

En algunos ordenamientos jurídicos, la desmaterialización ha llegado a los títulos individuales. Así ocurre con la *lettre de change relevé* francesa y con sistemas de desplazamiento de cheques por medios electrónicos.

Al respecto cabe extraer como conclusión que, desde el punto de vista conceptual, no existe impedimento para extender la desmaterialización de los títulos individuales. De hecho, en otras legislaciones, esto último ha sucedido. La desmaterialización es perfectamente viable desde el punto de vista fáctico en toda clase de títulos.

En capítulos anteriores, se ha analizado el art. 56 de la ley de cheques de Argentina, el cual contempla la posibilidad de desmaterializar cheques y negociarlos en mercados de valores, es decir, permite desmaterializar títulos individuales.

Es cierto que parece ser mayor la utilidad de la desmaterialización en títulos en serie, debido al gran volumen de títulos y su dificultoso manejo. Por ende constituyen un objeto en el cual las ventajas de la desmaterialización en cuanto a eficiencia en la administración y manejo de los títulos se resaltan más, pero -es oportuno subrayar- ello no obsta a que la desmaterialización pueda ser útil y beneficiosa también para títulos individuales, y no hay razones para privar a estos títulos de la alternativa que representa su desincoporización. No tendría sentido prohibirla.

En definitiva, se trata de una decisión que el legislador debe tomar. Desde el punto de vista fáctico y conceptual, no hay factores que impidan desmaterializar títulos individuales.

Con respecto a los títulos emitidos en serie. La fungibilidad es la característica distintiva de esta clase de títulos. Aún cuando estos llevan una numeración, son fungibles, en tanto el obligado se libera entregando otros de la misma especie[111].

La desmaterialización en nada niega esta característica, por el contrario, la afirma, y en al utilizarse sistemas centrales de información, se parte de la base de la fungibilidad.

3. Títulos Nominativos o al Portador

En principio, el título desmaterializado no puede sino ser nominativo. El ejercicio de un derecho contenido en títulos al portador es posible merced a la efectiva tenencia del título, hecho que no es factible en títulos desmaterializados.

En otras palabras, todo gira en torno a la individualización del titular del derecho creditorio. En los títulos desmaterializados la única forma de individualización es la designación del nombre del titular del derecho en la cuenta respectiva.

Asimismo, es impensable la circulación de títulos desmaterializados al portador, pues al no existir materialidad, no hay tradición[112]. Por tanto, se colige que los valores no cartulares o títulos desmaterializados no pueden ser al portador y sólo es dable su existencia en forma nominativa.

4. Obligatoriedad de la Desmaterialización

Si bien existen ordenamientos en los cuales la desmaterialización es obligatoria o compulsiva[113], no es posible afirmar que esta sea la forma más conveniente de introducir es sistema en un mercado determinado. En principio, la desmaterialización ha de abrirse camino por sí sola, en virtud de sus ventajas, y ha de ser el mercado el que libremente opte por esta forma de negociación de valores y sus ventajas.

La obligatoriedad de la desmaterialización podría ser admisible únicamente limitada a ciertos ámbitos y con fundamento en necesidades particulares. Por ejemplo, la desmaterialización puede ser impuesta con objetivos fiscales o tributarios[114]. Pero nunca puede ser impuesta con carácter generalizado para todo tipo de títulos.

La lógica indica que no existen razones de relieve para que esta nueva modalidad deba necesariamente desplazar a la tradicional[115]. Ambos regímenes pueden coexistir. En particular es difícil imaginar un proceso de desmaterialización obligatoria impuesto por ley en el caso de los títulos individuales.

5. Régimen Completo o Remisión. Inserción en la Teoría General

La inserción de los títulos desmaterializados dentro de la teoría general de los títulos de crédito reviste vital importancia desde diversas ópticas.

En primer lugar, es menester recalcar que en nuestro ordenamiento jurídico no existe una teoría general de los títulos de crédito legislada[116]. Los principios de la teoría general existen únicamente en el ámbito doctrinario.

Llama particularmente la atención el hecho de que el art. 226 de la ley de sociedades comerciales N° 19.550 remita a esta teoría cuando no está reglada en ninguna norma positiva.

La teoría general cumple el papel de suplir los vacíos o lagunas de las normas específicas que regulan la materia, sirve así para consagrar los principios fundamentales rectores de una determinada materia. Posee entonces una triple función: inspira al legislador en la creación de normas, guía al juez en la labor interpretativa cuando las normas especiales no son suficientemente claras, y suple a la ley en caso de vacíos o lagunas normativas.

El fenómeno de la desmaterialización ha reavivado el debate sobre la teoría general debido a que se añade a este debate un nuevo interrogante. Este nuevo interrogante es el referido al lugar que ocuparán los títulos desmaterializados en la teoría general de los títulos de crédito. Al respecto, se ha sostenido que existen tres posibilidades[117]:

Una opción es construir una teoría general aplicable a documentos materiales con normas especiales aplicables a la desmaterialización que remitan a la teoría general en cuanto ésta fuera aplicable.

Otra posibilidad es crear una teoría general de corte clásico, con principios aplicables a documentos materiales y además diseñar principios aplicables a títulos desmaterializados.

También es viable diseñar una teoría general de derechos con circulación autónoma. Sus principios generales serán aplicables tanto a títulos materiales como a los inmateriales. Posteriormente se precisarán, en capítulos separados, las reglas aplicables a documentos materiales y a títulos desmaterializados[118]. Esta tercera alternativa parece ser la más lógica.

El Proyecto de Cód. Civ. de la Comisión dto. 685/95[119], en el parágrafo N° 275 de sus Fundamentos expone la metodología a seguir en materia de regulación de títulos valores. En el capítulo respectivo, se incluye una parte general relativa a los títulos valores. Esta regulación se centra en el concepto de autonomía.

En la segunda sección, se incorporan normas sobre títulos representados en documentos. Respecto a ellos, el mencionado proyecto reitera los conceptos de necesidad y literalidad, metodología que es coherente con este tipo de títulos. Al respecto se admite que un título cartular se incorpore a sistemas de cajas de valores o anotaciones en cuenta y se permite que títulos tipificados en la ley como cartulares puedan emitirse directamente como no cartulares para su ingreso en sistemas de compensación.

Por último, se incluye una tercera sección, en la cual se establecen las normas aplicables a títulos no cartulares, ya sean títulos emitidos en serie o individuales[120]. La principal virtud de este proyecto, es contemplar expresamente los supuestos de sustracción, pérdida o destrucción de libros de registro, tema que no debe ser olvidado, y que puede constituir el talón de Aquiles de los sistemas de depósito centralizado de títulos y de la desmaterialización.

6. Libertad de Creación

Otra problemática relacionada con la desmaterialización es la de la libertad de creación de títulos de crédito. El tema ha cobrado especial interés, ya que en el ámbito de la desmaterialización, es frecuente la tendencia a crear nuevos valores circulatorios autónomos. Difícil es, empero, compatibilizar esta práctica negocial con el Derecho positivo nacional.

Ya se ha tratado el concepto de autonomía en capítulos anteriores, explicándose que constituye una excepción a normas imperativas en materia de derechos reales, y las excepciones este tipo de normas deben ser consagradas por una norma legal

Autorizada doctrina ha sostenido al respecto que parece no haber obstáculos a la libertad de creación de títulos desmaterializados, siempre que se cumplan los requisitos de que estos sean en serie e inscriptos en el organismo competente de la Bolsa[121].

7. Desaparición, Robo, Pérdida, Destrucción, Alteración de Registros

En capítulos anteriores se ha mencionado que una de las grandes ventajas de la desmaterialización ha sido la de brindar una enorme seguridad en la circulación del crédito al evitar los riesgos derivados del transporte físico de los títulos, de la misma manera en la que los títulos en soporte papel significaron una forma más segura de circulación en comparación con la cesión de créditos. Los títulos en soporte papel, sin embargo, demostraron tener ciertos problemas ante el evento de robo, destrucción o pérdida. Problemas que podían ser superados, en principio mediante la desmaterialización.

No obstante, aún en el ámbito de la desmaterialización,los problemas derivados de la pérdida, robo o destrucción vuelven a aparecer. El robo, pérdida o destrucción en el nuevo escenario desmaterializado, recae sobre los registros en los cuales están asentadas las anotaciones correspondientes a los derechos circulatorios autónomos[122]. A ello debe agregarse, en el caso de registros informáticos, los supuestos de defectos o fallas en el funcionamiento de los sistemas informáticos, tales como aquellos causados por virus informáticos. Todos ellos, problemas de gran vigencia.

Las legislaciones suelen contemplar normas relativas a la alteración o pérdida de las constancias de los sistemas[123]. Sin perjuicio de ello, es dable señalar que la mayoría de estas normas suelen hacer referencia a la responsabilidad indemnizatoria, cuando en realidad lo sustancial sería establecer normas administrativas o legales que impongan férreas condiciones de prevención de estos eventos[124] con severas sanciones que doten de seguridad y confiabilidad al sistema.

Algunas normas, incluso adoptan un sistema de responsabilidad objetiva poniendo a cargo de las entidades depositarias la responsabilidad por eventos fortuitos o de fuerza mayor. Ejemplo de ello es el art. 43 de la Ley Nº 20.643. De esta forma, se otorgan mayores garantías a los inversores.

Los sistemas desmaterializados otorgan gran seguridad y confiabilidad al público inversor. Los sistemas funcionan con absoluta precisión y el número de errores es cada vez menor. A pesar de ello, los sistemas de registración no son infalibles y existen amenazas a los mismos tales como el peligro de pérdida, robo, destrucción o alteración de los registros, así como errores en las registraciones. Los sistemas informatizados no están exentos de estos peligros. Los virus informáticos y los defectos en los sistemas también son un campo en el cual todavía queda mucho por hacer. Estos riesgos ponen el peligro constantemente al sistema y pueden generar enormes perjuicios, no sólo a los inversores que sufran pérdidas patrimoniales, sino también a la confianza del público inversor, piedra fundamental de todo el sistema.

Es por ello que las tradicionales responsabilidades patrimoniales, que se satisfacen con el pago de una indemnización a los perjudicados se muestran insuficientes y no solucionan la raíz del problema. Debe acudirse, ante todo, a la prevención. Las políticas para evitar el acaecimiento de estos peligros deben incrementarse día a día, ya que una vez perdida la confianza, es francamente difícil recuperarla[125]. También es importante recurrir a responsabilidades de tipo personal como las del Derecho administrativo sancionador (inhabilitaciones, multas, y sanciones personales).

8. Título Ejecutivo

8.1. Los títulos materiales como título ejecutivo

Los procesos ejecutivos constituyen un medio procesal particular de cobro de acreencias. En ellos, el acreedor queda relevado de ciertas cargas procesales a través de un mecanismo rápido y efectivo para hacerse de su crédito[126]. El estudio del carácter de título ejecutivo de las constancias o comprobantes de saldo de títulos desmaterializados es un aspecto de gran importancia práctica, ya que hace a la efectivización de los derechos de los titulares de derechos creditorios relativos a títulos desmaterializados.

La ejecutividad de dichos comprobantes, hasta no hace mucho tiempo, no se encontraba legislada en el Derecho argentino. Actualmente cuenta con regulación normativa, pero solamente para un caso particular (el de las obligaciones negociables), lo que constituye una grave falencia, que debe ser corregida por el legislador.

El Derecho romano en sus principios no conocía el juicio ejecutivo ni procedimiento ejecutorio. Existían procedimientos de diferentes características, como la *manus iniectio* y la *pignoris capio*, que recaían sobre la persona y no sobre los bienes del deudor. Sin embargo se concedía la ejecución de cosa juzgada para deudas de dinero confesadas[127].

El título ejecutivo es un acto que tiene eficacia constitutiva y es autónomo respecto del crédito. Da nacimiento a un nuevo derecho que tiene vida propia y no está condicionado por las contingencias o eventualidades a las que esté sujeta la relación originaria extraña a dicho título. De lo contrario, los títulos ejecutivos no podrían cumplir con su función principal expresada a través del principio de certeza, que exige un medio de cobro rápido, simple y eficaz. Con el título ejecutivo el acreedor no tiene la carga de provocar el contradictorio[128].

El título no declara ni se remite a una relación previa ni es un medio probatorio más, sino que da origen a una nueva relación. El acreedor, munido del título ejecutivo, no tiene la carga de ingresar en un proceso de conocimiento ni lograr demostrar ante el juez su derecho. El título tiene carácter autónomo, su existencia y ejercicio no dependen de la suerte del crédito. Por el contrario, se desprende de los motivos del negocio subyacente que le dio origen y cobra vida propia.

La calidad de título ejecutivo ha sido asociada tradicionalmente, a un documento en soporte papel, en el cual consta una obligación exigible de dar cantidades líquidas y determinadas de dinero como. En los valores no representados documentalmente, o representados mediante anotaciones en cuenta o certificados globales, la titularidad emana de un registro. Sin perjuicio de que la ley autoriza la emisión de esta clase de títulos[129], no se ha previsto la forma en la cual el acreedor puede exigir judicialmente el cumplimiento de la obligación al deudor[130]. Lo que abre el interrogante acerca de si existe o no título ejecutivo en esta clase de valores.

8.2. Los títulos desmaterializados como título ejecutivo

Si bien la ley de obligaciones negociables había previsto el carácter de título ejecutivo de las obligaciones negociables[131], nada había dicho de las obligaciones negociables no representadas documentalmente. El Decreto Nº 677/01, legisló expresamente sobre este aspecto[132], estableciendo que el titular puede exigir a la entidad registradora de los valores escriturales que le otorgue un comprobante de saldo de cuenta[133]. Este comprobante cumple con los requisitos necesarios para ser considerado título ejecutivo[134], ya que, a pesar de no ser el título mismo, otorga legitimación al titular para reclamar judicialmente, mediante acción ejecutiva, la percepción de sus acreencias. Incluso es posible solicitar verificación de su crédito en procesos concursales[135].

De esta forma se ha salvado el vacío legal existente, otorgando a los inversionistas titulares de obligaciones negociables el instrumento idóneo para el ejercicio efectivo de sus derechos. Sin este tipo de previsiones, la considerable incertidumbre existente al respecto tornaba estériles como instrumentos financieros a las obligaciones negociables de la Ley Nº 23.576.

Sin perjuicio de la ausencia de regulación expresa para los casos de los restantes valores representados mediante anotaciones en cuenta o de características análogas (que han sido enumerados en capítulos anteriores). No parece haber impedimentos sustanciales a la aplicación de sistemas como el de la ley de obligaciones negociables a los demás supuestos. El concepto de valor negociable en el Decreto Nº 677/01 ha sido ampliado con relación a la redacción que existía en la Ley Nº 17.811, razón por la cual, la solución no parece ser aplicable exclusivamente a un solo supuesto, sino que más bien parece extensiva a todos los demás casos dado el alto grado de generalidad del concepto mencionado[136].

En efecto, tanto en el caso de las acciones escriturales como en otros valores representados mediante anotaciones en cuenta, es posible emitir constancias o comprobantes que permitan el ejercicio de los derechos sin detentar la posesión efectiva del título original.

Una regla similar existe en el Derecho español que otorga a los certificados que emiten las entidades de registro la aptitud probatoria de la titularidad de los derechos creditorios representados mediante anotaciones en cuenta, reconociéndoles el carácter de documento de legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de esos valores[137].

En Perú, se ha establecido que los títulos valores tienen mérito ejecutivo, y que, en tal carácter, respecto de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, recae en la constancia de inscripción y titularidad que expida la respectiva institución de compensación y liquidación de valores, conforme la ley de la materia[138].

9. Derechos Reales sobre Valores Negociables o sobre Derechos no Incorporados a Títulos

La calidad de cosa que posee todo título de crédito tiene importantes consecuencias. Una de ellas consiste en la posibilidad de constituir derechos reales sobre el título. No debe olvidarse que en nuestro ordenamiento jurídico sólo es posible constituir derechos reales sobre cosas, es decir, objetos corporales susceptibles de apreciación pecuniaria[139]. Existen, empero, activos de gran valor económico (por ejemplo una patente), que por ser intangibles o incorpóreos, no pueden ser objeto de derechos reales (usufructo, prenda, etc.).

Este principio es herencia del Derecho romano, derecho de una sociedad en la que los activos intangibles no tenían la importancia económica que tienen actualmente. Además, en aquella época no existían registros de bienes dotados de la tecnología y precisión con las que es posible contar en nuestros días. Por estos motivos, es dable preguntarse si tiene sentido que las legislaciones modernas sigan vedando la constitución de derechos reales sobre activos intangibles o bienes inmateriales y el desarrollo de negocios sobre ellos.

9.1. El Objeto de los Derechos Reales: Las Cosas

El fenómeno de la desmaterialización produce varios efectos en el ordenamiento jurídico. Uno de esos efectos, es la dificultad para compatibilizar la constitución de derechos reales o gravámenes sobre títulos desmaterializados, con la teoría general de los derechos reales y de los títulos valores, pues dado que sólo es posible en nuestro Derecho constituir un derecho real sobre una cosa en los términos del art. 2311 del Cód. Civ., no es posible, constituir derechos

reales sobre bienes inmateriales o sobre derechos. Dicha prohibición se encuentra reforzada por el hecho de que la naturaleza de los derechos reales está fijada en consideración al bien público y no depende de la voluntad de los particulares, ya que sus normas son de carácter imperativo[140].

El objeto de los derechos reales son las cosas. Más aún, deben ser cosas ciertas, individualmente determinadas, en el comercio y actualmente existentes, ya que, la cosa es el objeto directo e inmediato[141] y no puede haber un derecho sin objeto[142]. Es decir, que, la regla general (e imperativa) en materia de derechos reales en nuestro ordenamiento jurídico es que únicamente pueden constituirse estos sobre cosas, es decir, objetos corporales. No es posible constituir derechos reales sobre bienes inmateriales como una marca o una patente, ni sobre un derecho. Esta circunstancia ha dado lugar a la admisión de derechos reales constituidos sobre títulos valores, ya que los títulos valores materializados en soporte papel son cosas muebles.

Nuestro codificador, nutrido de una formación fuertemente romanista y acorde con la realidad de los acontecimientos económicos de aquella época, adoptó este criterio, sin que hubieran razones para modificarlo.

Las normas son claras al respecto. El sistema legal es contundente en cuanto a esta prohibición. Sin embargo, la realidad económica es la que está marcando un cambio. El Derecho sigue a los hechos y no puede ignorar el cambio tan importante que está dándose en cuanto a la existencia de cada vez más negocios y operaciones realizadas sobre bienes inmateriales como los títulos desmaterializados.

Esto es lo que sucede en la práctica real de los negocios. Los operadores buscan formas más convenientes de realizar transacciones con mayor seguridad y eficiencia. En el marco de esta búsqueda, asistimos a un auge de la realización de negocios sobre bienes inmateriales, en particular, sobre derechos no incorporados a títulos en soporte papel.

Esa es la realidad. Aún deben superarse algunos obstáculos, uno de ellos es el jurídico. Pero así como los nuevos sistemas se han impuesto en los hechos, también terminarán forzando un cambio en lo jurídico tarde o temprano, y los obstáculos serán superados.

9.2. Situaciones Especiales: Derechos Reales sobre Bienes Inmateriales.

Existen algunas situaciones especiales, en las cuales el Derecho ha admitido la aplicación de las reglas sobre cosas a ciertos bienes inmateriales.

Es primer caso es el de la energía. En nuestro Derecho positivo, la energía no es una cosa[143], ya que no es un objeto corporal, sin embargo, a los efectos del tráfico comercial y de la interpretación jurídica de las normas que la rigen, está asimilada legalmente a las cosas[144].

En otros casos se admite la constitución de derechos reales sobre bienes inmateriales o derechos reconociéndose expresamente que no son cosas. El art. 3204 del Cód. Civ. admite la posibilidad de constituir el derecho real de prenda sobre un crédito[145]. Pero el art. 3212 aclara que no puede darse en prenda un crédito que no conste por escrito en un título. Por lo cual se ha interpretado que justamente ése sería el objeto de la prenda y dicho título es cosa mueble[146].

Otro caso en el que se ha admitido que el objeto de un derecho real sea un bien inmaterial ha sido el del cuasiusufructo de créditos, contemplado en el art. 2838 del Cód. Civ.[147]. Este artículo dispone que si el crédito consta por escrito, el cuasiusufructo recae sobre el instrumento público o privado que documenta dicho crédito, que es una cosa. Si el crédito no

consta por escrito, existe contrato de usufructo pero no derecho real de usufructo[148], porque no hay objeto. Vale decir, el derecho será meramente personal.

Por su parte, también existe en el Derecho positivo argentino la posibilidad de constituir derecho real de usufructo sobre un patrimonio[149]. Debe tenerse en cuenta que el patrimonio no es una cosa sino un conjunto de cosas y bienes.

Finalmente, se ha sostenido que en el derecho real de uso, el objeto no es una cosa sino una prestación, es decir una obligación in faciendo[150].

Por tanto, puede afirmarse que el principio que establece que solamente pueden ser objeto de derechos reales las cosas (objetos corporales susceptibles de apreciación pecuniaria) no es de carácter absoluto. Por el contrario, admite excepciones en ciertos casos en los que no sería lógico establecer restricciones innecesarias a la realización de operaciones sobre bienes inmateriales.

9.3. Valor e Importancia de los Activos Intangibles

El estudio de la imposibilidad jurídica de constituir derechos reales sobre valores no cartulares se inserta dentro de un fenómeno más amplio: la imposibilidad de constituir derechos reales sobre bienes inmateriales en general. Es oportuno, entonces, realizar algunas consideraciones sobre dicha temática.

Una primera aproximación a los principios elementales del sistema argentino en materia de derechos reales permite apreciar los impedimentos existentes para constituir derechos reales sobre bienes inmateriales.

Los derechos reales únicamente pueden ser constituidos sobre cosas. Esta regla configura una herencia del sistema de Derecho romano, que ha tenido una notable influencia en el Derecho argentino. Este principio es uno de los ejemplos más claros de esta herencia. En Roma, los bienes más valiosos económicamente eran tangibles y corpóreos, como los animales, los esclavos y los inmuebles, entre otros, mientras que los bienes inmateriales no tenían la importancia que tienen en la sociedad actual. Tampoco existían registros de bienes de una precisión y eficiencia comparables a la de los registros con los que cuenta la sociedad moderna[151].

En Roma era lógico y entendible que la constitución de derechos reales únicamente fuera posible sobre las cosas corporales, dado que, si bien existían otros valores intangibles, como derechos, servidumbres y créditos, lo cierto es que la conciencia de su valor era escasa o al menos no se veía reflejada en las normas jurídicas.

Sin embargo, este sistema no tiene asidero en la sociedad actual, en la que existen numerosos bienes inmateriales que poseen un enorme valor. Un activo intangible puede ser el bien más valioso de una compañía (por ejemplo una marca). Sin embargo, de acuerdo a los principios contables vigentes en nuestro medio, las marcas autogeneradas se contabilizan a valor cero. No es necesario profundizar en los ejemplos, baste con mencionar al valor llave o *goodwill*, el nombre comercial, las patentes, los derechos de propiedad industrial, derechos de autor, derechos sobre software, litigios como parte actora, indemnizaciones, créditos, permisos, licencias, concesiones, derechos de exclusividad o derechos monopólicos otorgados por el Estado.

La posibilidad de constituir derechos reales sobre títulos de crédito, sólo era admitida hasta nuestros días por la mera circunstancia de que el título es cosa mueble. Con el advenimiento del

fenómeno de la desmaterialización se ha generado un considerable vacío en nuestro sistema legal. La teoría jurídica no ha encontrado otra respuesta que la negativa absoluta a la posibilidad de constituir derechos reales sobre títulos desmaterializados, sin analizar las razones de esta negativa.

Igual respuesta había existido inicialmente respecto de cuestiones análogas en materia de contratos, y sin embargo, las negativas se fueron flexibilizando[152]. En este sentido, en los primeros apartados se han analizado los casos de la prenda de créditos o el cuasiusufructo o el usufructo de un patrimonio. Al igual que la equiparación de la energía a las cosas muebles cuando la energía es un elemento a todas luces inmaterial y de características muy distintas a las cosas muebles. Por ende, los obstáculos de índole jurídica a la constitución de derechos reales sobre bienes inmateriales pueden ser superados.

Un aspecto importante a considerar, es la existencia de diferentes clases de bienes inmateriales. Existen ciertos bienes inmateriales que son susceptibles de registración. Tal es el caso de las patentes o las marcas. Otros bienes inmateriales no son susceptibles de registración, tal es el caso del valor llave o goodwill. Aquellos bienes inmateriales que puedan ser registrados, pueden ser objeto de derechos reales y diversas clases de gravámenes, pues basta para ello con inscribir la titularidad o propiedad de los mismos en un registro público, así como los gravámenes o derechos que se constituyan sobre ellos. Desde el punto de vista fáctico, es posible constituir derechos reales sobre bienes inmateriales. Establecerlo expresamente en una norma es una decisión de política legislativa. ¿Cuál sería el impedimento para dar en usufructo una patente? Bastaría para ello con tan sólo una inscripción registral.

En consecuencia, los títulos desmaterializados pueden ser objeto de derechos reales. Todo obstáculo que hasta el presente haya existido para la efectivización de este tipo de negocios sobre valores no cartulares, puede ser removido sin problemas. En definitiva, el escollo más relevante reside en una norma de raíces antiguas, cuyos fundamentos eran válidos en comunidades muy diferentes a la sociedad en que vivimos, que no tenían los sofisticados sistemas de registro de datos que existen actualmente y en las cuales los activos intangibles no existían o no poseían el valor que poseen en la sociedad contemporánea.

9.4. ¿Hacia un Abandono de la Tradicional Distinción entre Derechos Reales y de Crédito?

Hasta aquí la óptica de la teoría tradicional, con una división de los derechos patrimoniales en dos clases: reales y creditorios. Esta clasificación, sin embargo, es cuestionada desde diferentes ángulos y tiende a ser dejada de lado. La moderna perspectiva tiende a unificar los derechos patrimoniales, ya que la propiedad es una sola, y las diferencias entre ambas categorías parecen tener cada día menos relevancia.

Existen nuevos objetos, como los títulos desmaterializados, respecto de los cuales se genera una seria dificultad para aplicar la clásica distinción entre derechos reales y derechos de crédito[153]. Lo mismo ocurre también con los derechos de socio, o con los derechos sobre la empresa como unidad orgánica, con los derechos de propiedad industrial o con los derechos de propiedad intelectual. No son susceptibles de encuadramiento en ninguno de ambos tipos, son figuras autónomas que no pueden ser clasificadas de acuerdo con las categorías tradicionales[154]. Se ha sostenido, en este orden de ideas, respecto de estos nuevos objetos que los derechos sobre ellos no pueden incluirse dentro de ninguna de ambas categorías.

Sin embargo, más allá de estos cuestionamientos, los negocios o derechos reales sobre títulos desmaterializados son perfectamente compatibles con la distinción clásica. Baste con pensar que constituyen derechos registrables, y desde que son registrables, pueden ser objeto de

pignoración y constitución de derechos reales. La materialidad, pues, estará dada por la anotación del gravamen en la cuenta respectiva.

9.5. Los Títulos Materiales como Objeto de Derechos Reales. La Situación de los Títulos Desmaterializados

Como se ha mencionado, el documento reviste carácter necesario. El derecho creditorio se encuentra, pues, incorporado al título, lo cual acarrea la materialización o cosificación del derecho[155]. También se ha explicado que el título material pertenece al género de las cosas muebles. Esto permite la posesión, la tradición, su reivindicación y la constitución de derechos reales como el de propiedad, usufructo y prenda.

En un principio, el documento era necesario tanto para la constitución (nacimiento) de derechos como para su modificación, transferencia o para la exigencia de cumplimiento del derecho representado. Con el tiempo, nuevas necesidades y avances tecnológicos han ido independizando algunas de estas funciones jurídicas del documento mismo, dando inicio al proceso de desincorporación. El primer paso fue la circulación de derechos sin necesidad de movilización del documento. Bastaba con asientos u órdenes de movilización. El documento o título aún era necesario para el nacimiento del derecho, pero dejaba de serlo para su transmisión. Solamente restaba la procedencia de medidas cautelares (embargos) o derechos reales de garantía (usufructo, prenda) para que la prescindencia del título fuera total[156]. Finalmente, este último paso fue dado y actualmente es viable la constitución de estos gravámenes o derechos reales.

La incorporación del derecho inmaterial a un papel (cosa material) permitió cosificar los títulos valores y permitió aplicarles las reglas existentes de los derechos reales y dotarlos de mayor seguridad, certeza y facilidad en las transferencias. De la misma manera, la inscripción de los valores emitidos en serie en un registro en el cual deben inscribir las adquisiciones, transmisiones y gravámenes constituye también una forma de dotar a los derechos de crédito así representados de un medio jurídico apto que posibilita aplicarles las reglas de los derechos reales y de los derechos registrables[157].

En la práctica, la constitución de derechos reales sobre títulos desmaterializados se realiza de la misma forma que los otros actos jurídicos sobre títulos desmaterializados: mediante la anotación en cuenta del gravamen o derecho real. Sin embargo, la justificación teórica de estas operaciones aún no ha sido analizada con la profundidad necesaria.

a) Derechos Reales sobre Títulos Propios: Transmisión de la Propiedad

Una de las ventajas de la aparición de los títulos valores en la economía ha sido la simplificación de formalidades necesarias para la circulación del crédito, con el consiguiente mejoramiento en la velocidad y dinámica de esta circulación. En efecto, la cesión de créditos ordinaria requería el cumplimiento de determinados recaudos y no otorgaba certeza en las transmisiones de valores. Por ello, las transmisión de derechos circulatorios autónomos incorporados a títulos valores mediante el simple procedimiento del endoso constituyó una superación de los medios de transmisión tradicionales.

En igual sentido, la circulación de los títulos al portador mediante la simple entrega del título constituyó otro importante paso en este proceso simplificador. En aquellos títulos que no contengan indicación alguna acerca de quién es su titular, la legitimación se produce por la sola posesión del documento[158].

Es el turno, en el mundo digital en el que vive nuestra sociedad, de dar paso a nuevas formas de transmisión aún más simples que el endoso. Es hora de dar un paso en la evolución de los sistemas de circulación del crédito hacia una nueva forma más simple, más rápida y más segura de transferencia de valores: las anotaciones en cuenta[159].

b) Derechos Reales y Otros Negocios sobre Títulos Ajenos

I. Derechos reales sobre títulos ajenos

Lo dicho hasta aquí en referencia a la transmisión del derecho de propiedad sobre el título y los derechos creditorios correspondientes no agota en absoluto el tema de los derechos reales sobre títulos. En efecto, tal vez el tema central del presente capítulo es el relativo a los derechos reales sobre títulos ajenos[160], vale decir, la constitución de negocios o derechos como el usufructo o la prenda sobre títulos desmaterializados.

En los títulos materiales, ésta clase de negocios se realiza con gran sencillez merced al carácter corporal y tangible de esta clase de títulos, sin embargo, cuando los valores no se encuentran representados documentalmente, la realización de esta clase de negocios se torna algo dificultosa, no sólo en su aspecto práctico, sino también desde el punto de vista jurídico. Frente a tales dificultades, sería un gran error negar rotundamente la validez a esta clase de negocios que representan oportunidades muy beneficiosas para las partes y son tan útiles y provechosos para el crecimiento económico general. Uno de los objetivos del presente trabajo es analizar las principales dificultades jurídicas para la realización de estos negocios, así como plantear posibles alternativas que demuestren que es posible superar dichas dificultades a través de reformas legislativas (de *lege ferenda*), o incluso sin ellas (de *lege lata*).

II. Constitución de prenda

La primera advertencia que debe formularse es que el régimen de estos derechos reales no presenta particularidades. No obstante la desaparición del soporte papel de los valores, la materialidad está dada por la anotación en la cuenta respectiva. Por tanto, los principios generales serán aplicables más allá de que el derecho real (prenda) recaiga sobre títulos o sobre anotaciones[161]. La función del desplazamiento posesorio, esencial para la constitución de derechos reales, es desempeñada por la inscripción de dicho gravamen.

La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta no nace como derecho real hasta que se proceda a su inscripción. El negocio sólo quedará perfeccionado una vez inscripto. El art. 10 de la ley del mercado de valores española (LMV) atribuye a la inscripción carácter obligatorio[162].

Similar concepto consagra el régimen argentino. El art. 53 de la Ley Nº 20.643 establece la posibilidad de constituir prenda sobre valores. La Caja de Valores S.A. deberá practicar las anotaciones correspondientes dentro de las 24 horas de recibida la orden escrita emanada del depositante, a partir de ese momento la constitución de prenda se considera perfeccionada.

III. Prenda con desplazamiento

Las normas vigentes, exigen para el caso de la prenda con desplazamiento, la entrega de la cosa al acreedor (tradición)[163]. Ya se ha mencionado que la cosificación de los derechos facilita indudablemente la realización de negocios sobre los mismos. Por ende, si el derecho de crédito se encuentra incorporado a una cosa mueble, puede ser objeto de prenda con desplazamiento sin problemas.

Sin embargo, en el caso de derechos no cosificados o no incorporados a una cosa mueble (como ocurre con los títulos desmaterializados), no es posible la constitución de prenda con desplazamiento[164]. La única posibilidad imaginable, de *lege ferenda*, parece ser la entrega en prenda del certificado o constancia de saldo, aunque en el Derecho vigente, esta alternativa no se encuentra contemplada. Además esta alternativa tropieza con dificultades derivadas del incumplimiento del principio de necesidad, ya que el certificado no es el título.

IV. Prenda con registro

En el caso de la prenda con registro, el requisito de la entrega de la cosa no se presenta y la dificultad aludida en los párrafos anteriores queda superada. Es posible garantizar obligaciones, constituyendo prenda con registro sobre títulos desmaterializados[165].

El único problema es de índole legal. El art. 3212 del Cód. Civ. (como se ha mencionado *ut supra*) sólo habilita a constituir prenda sobre cosas (objetos corporales). Si bien es cierto que es posible constituir prenda sobre créditos, ello sólo es posible si los créditos constan en un título por escrito.

Al respecto cabe formular algunas consideraciones:

En relación a los títulos desmaterializados obrantes en el mercado de valores, la discusión queda totalmente superada. El art. 53 de la Ley Nº 20.643 decide la cuestión, ya que consagra expresamente la posibilidad de constitución de derecho real de prenda sobre títulos desmaterializados. La prenda se realiza mediante anotaciones en cuentas existentes en la entidad depositaria (Caja de Valores S.A.)[166].

Por otra parte, aún en el supuesto de no existir una ley que prevea específicamente dicha posibilidad, el obstáculo mencionado sería solamente legal o jurídico y no fáctico. Bastaría para solucionarlo con una simple reforma legislativa, sin necesidad de alterar los principios generales, ya que en realidad no hay problemas técnicos ni prácticos para la realización de este tipo de negocios[167].

V. Otros negocios jurídicos sobre títulos desmaterializados

El estudio de los valores no cartulares y la posibilidad de constituir derechos reales sobre ellos, se complementa con un breve análisis de otros posibles gravámenes que pueden constituirse sobre los valores mencionados.

El embargo, gravamen por excelencia[168], opera, generalmente, sobre cosas (objetos corporales). Aunque nada obsta a que se embarguen otros tipos de bienes, por ejemplo bienes (intangibles), similares consideraciones pueden realizarse respecto de otras medidas cautelares tales como la anotación de litis o la inhibición general de bienes.

Respecto de los valores no cartulares, el art. 56 de la Ley Nº 20.643 establece la posibilidad de trabar embargo sobre los valores de los comitentes[169]. La medida debe ser notificada al depositante y a la Caja de Valores S.A., estos quedan obligados a mantener indisponibles las correspondientes acciones, cuotapartes o valores[170]. Una vez dispuesta la ejecución, la misma se hará efectiva conforme al régimen de transmisión del dominio previsto por la ley. El nuevo transmitente podrá disponer de los títulos una vez acreditada la titularidad de los mismos[171].

No menos importante es el interrogante respecto de si es posible la constitución de usufructo de títulos desmaterializados. Sobre este particular, es dable sostener que no deberían existir obstáculos para la realización de este tipo de negocios. Vale decir, que, en relación al usufructo, pueden efectuarse las mismas consideraciones que se han expresado sobre la prenda.

La única salvedad que ha de ser tenida en cuenta es que para el caso del usufructo no existe una norma como la del art. 53 de la Ley Nº 20.643 que habilita la constitución de prenda sobre títulos desmaterializados. Por este motivo, de *lege lata*, no parecería ser posible la constitución de usufructo sobre estos valores. Ello configura una lamentable imprevisión del legislador, pues en realidad, no existe impedimento alguno para la realización de este tipo de negocios[172].

10. Recapitulación

El presente capítulo no ha pretendido agotar todos los aspectos jurídicos de la desmaterialización. El objetivo ha sido, más bien, sentar bases para el estudio de los principales aspectos jurídicos relacionados con la desmaterialización que son objeto de debate o respecto de los cuales no existe un acuerdo uniforme en doctrina.

En primer lugar, puede afirmarse que la desmaterialización no debe ser necesariamente reducida a los títulos en serie. Sí es posible sostener, en cambio que los títulos desmaterializados sólo podrían ser nominativos.

La desaparición, alteración o pérdida de los registros es un punto sumamente delicado que no ha sido todavía tratado con la profundidad necesaria. Las responsabilidades deben ser agravadas. La responsabilidad meramente indemnizatoria no es suficiente, ya que al existir fallas en los registros no sólo se causa daño a un sujeto en particular, sino que se lesiona el valor confianza, de carácter colectivo y que representa la piedra angular sobre la que reposan los sistemas de depósito centralizado de títulos.

La ausencia de regulación legal expresa sobre el carácter de título ejecutivo de las constancias o comprobantes de saldo de valores no cartulares es una falencia grave del ordenamiento argentino que debe ser subsanada. En este sentido, el art. 4° del Decreto Nº 677/01 ha representado un significativo avance.

La imposibilidad de constituir derechos reales sobre bienes inmateriales ha dejado de tener razón de ser en un mundo en el cual los activos intangibles son, en muchos casos, mucho más valiosos que las cosas corporales.

Asimismo, muchos bienes inmateriales son registrables. Ello hace posible la constitución de derechos reales o gravámenes sobre los mismos mediante anotaciones o inscripciones en registros. En el caso de la prenda, el art. 53 de la Ley Nº 20.643 contiene una disposición expresa sobre el particular. Nada impediría extender estos principios a otros supuestos como el usufructo de títulos desmaterializados en la práctica. Pero para ello es necesario legislar expresamente el supuesto, en virtud del principio de *numerus clausus* que rige en materia de derechos reales en el sistema jurídico argentino.

VI. Conclusiones [arriba]

Habiendo llegado a este punto, corresponde sintetizar las principales conclusiones a las que se ha arribado a lo largo del trabajo.

1) En primer lugar, es imprescindible hacer mención a la ausencia de una teoría general de los títulos valores en el Derecho argentino[173]. Esta falencia debe ser suplida por el legislador cuanto antes e impacta decididamente en la asignatura de los valores no representados documentalmente, ya que una de las principales funciones de la teoría general y sus principios es la de suplir las lagunas o vacíos de las leyes, y una de esas grandes lagunas es la desmaterialización, que no se encuentra legislada en forma completa (sin perjuicio de ciertas normas aisladas) y además no cuenta con principios generales que le resulten aplicables, lo cual genera una enorme incertidumbre.

2) La desmaterialización de los títulos valores, a su vez, influye profundamente en la teoría general de los títulos valores, a tal punto que impide hablar de "títulos". La nueva terminología debe tener en cuenta este fenómeno. Son correctas las expresiones "derechos creditorios de circulación autónoma", o "valores negociables"[174].

3) Además de no existir una legislación completa y sistematizada sobre esta temática, tampoco se ha dado al tema un tratamiento integral en el ámbito doctrinario nacional, más allá de ponencias, artículos o trabajos sobre aspectos puntuales de la desmaterialización. Por otra parte, tampoco existen precedentes jurisprudenciales, salvo los referidos a constancias de saldo de certificados globales de obligaciones negociables.

4) La desmaterialización no es sino un paso en la evolución de los sistemas de circulación del crédito en la economía. Su imponente difusión no importa en modo alguno el abandono ni la supresión de los medios tradicionales, como la cesión de créditos, el endoso, ni la utilización de los títulos materiales, que aún siguen cumpliendo un papel muy importante en la economía.

5) La desmaterialización es un fenómeno, un hecho que puede ser regulado de múltiples maneras según cuál sea la política legislativa adoptada.

6) La desmaterialización de los títulos valores es el fenómeno por el cual se prescinde del medio físico que constituye el sustrato material de un título valor, y los derechos creditorios dejan de estar representados en documentos individuales en soporte papel, pero conservan la prerrogativa de la circulación autónoma.

7) Si bien la informática constituye una herramienta fundamental para la difusión y consolidación de la desmaterialización, informática y desmaterialización no son conceptos idénticos. Por ejemplo, en el caso de las acciones escriturales de sociedades anónimas anotadas en libro de papel, hay desmaterialización sin necesidad de contar con tecnología informática.

8) El mercado de valores constituye sin dudas un ámbito sumamente propicio para la difusión del fenómeno de la desmaterialización de los títulos valores, pero no es el único. Mercado de valores y desmaterialización no son sinónimos, ya que existen otros ámbitos en los cuales puede existir desmaterialización. Baste mencionar como ejemplo el caso de las acciones escriturales de una sociedad no cotizante.

9) Las principales ventajas de la desmaterialización son la mayor velocidad, precisión, eficiencia, practicidad, seguridad y confiabilidad en las transacciones, el ahorro de costos, la posibilidad de que los mercados electrónicos funcionen las 24 horas y la consiguiente internacionalización de las transacciones.

10) Sin perjuicio de las enormes ventajas, la desmaterialización tiene desventajas y riesgos que no deben ser subestimados por los técnicos, economistas y juristas, tales como la ausencia de regulación legal expresa, resistencia cultural, costos iniciales, alteración o pérdida de registros.

Estos riesgos deben ser estudiados y prevenidos, no bastando para la prevención con condenas indemnizatorias que resultan insuficientes para la reparación al valor “confianza”, de gran importancia en materia de crédito.

11) Los casos de desmaterialización existentes en el Derecho argentino son: a) las acciones escriturales, b) las obligaciones negociables escriturales, c) los títulos fiduciarios representados mediante anotaciones en cuenta, d) los títulos estatales (como las letras telefónicas del bcra, e) los cheques endosados para su negociación en mercados de valores, f) los certificados globales, y g) los títulos múltiples. En los dos últimos supuestos, el soporte papel no desaparece por completo, pero se reduce enormemente, simplificando el manejo de grandes cantidades de títulos.

12) La desmaterialización no constituye la primera excepción al carácter necesario de los títulos valores. Este principio ya se había visto debilitado mucho antes de la desmaterialización en virtud de figuras tales como la cancelación de letra de cambio o pagaré, la fotocopia del cheque robado y los certificados provisorios de acciones no emitidas, casos en los cuales se permitía el ejercicio de los derechos contenidos en el título sin la presentación del mismo.

13) Es posible desmaterializar títulos individuales. No existen razones de índole práctica para limitar la desmaterialización a títulos en serie. La decisión en cada sistema jurídico será tomada en función de razones de política legislativa.

14) Los valores no representados en soporte papel necesariamente deben ser nominativos.

15) La desmaterialización obliga a repensar el Derecho creditorio y sus principios. Particularmente el principio de necesidad. El nuevo Derecho creditorio se fundará en la autonomía como característica esencial.

16) Respecto del debate relativo a la inserción en la teoría general y la disyuntiva entre su regulación mediante un régimen completo o mediante remisión, tal vez, lo más lógico sea regular una teoría general de los derechos creditorios de circulación autónoma con principios aplicables a todos ellos para luego puntualizar los principios que sólo son aplicables a los títulos materiales y aquellos que sólo son aplicables a los desmaterializados.

17) La transmisión de la propiedad sobre valores no representados en documentos de papel se lleva a cabo a través de anotaciones en cuenta. A partir de la inscripción se transmiten los derechos. La anotación cumple con la función de dar oponibilidad frente a terceros de los derechos sobre el título.

18) Los títulos desmaterializados dejan de poseer la condición de “cosa mueble”. Ello impide, a la luz de los principios del Cód. Civ., constituir derechos reales sobre ellos, como la prenda o el usufructo.

19) Desde el punto de vista práctico, no existen impedimentos para constituir prenda o usufructo sobre un título desmaterializado. Este es un bien inmaterial pero registrable, con lo cual no existen problemas para que sea objeto de estos derechos reales y otros gravámenes (embargo) o negocios (cesión en garantía). Para ello bastará con que el gravamen o derecho sea inscripto mediante el respectivo asiento contable, de la misma manera en que se inscribe el derecho de propiedad.

20) Los obstáculos para la realización de los negocios mencionados en el párrafo anterior pueden ser salvados mediante la sanción de normas de carácter legal que consagren esta posibilidad.

Dichas normas tendrán el carácter de ley posterior y ley especial respecto de los principios generales del Cód. Civ., por lo cual no existiría impedimento para la realización de estos negocios.

21) En materia de prenda, la Ley Nº 20.643, ya ha consagrado esta posibilidad, demostrando que es perfectamente posible constituir derechos reales sobre bienes inmateriales. El cuasiusufructo, y la constitución de derechos reales sobre la energía demuestran que esta no es la primera ni única excepción en nuestro derecho al mencionado principio.

22) En materia de usufructo, bastará, pues, con la sanción de la correspondiente ley especial que contemple su realización.

23) Las constancias o certificados emitidos por la entidad depositaria de títulos desmaterializados son título ejecutivo que permite el cobro rápido de las acreencias que constan en este tipo de valores. En el caso de certificados representativos de obligaciones negociables, existe jurisprudencia y normas positivas que avalan tal conclusión. Sin embargo, es posible sostener, de *lege lata,* que dicha conclusión puede ser extendida a las constancias de saldo de otros títulos desmaterializados, puesto que carece de sentido dejar en estado de total desprotección a los legitimados por títulos desmaterializados de igual naturaleza.

De *lege ferenda*, es recomendable legislar expresamente sobre este particular para evitar la incertidumbre de los inversores (ante la falta de normas expresas y de precedentes judiciales) respecto del carácter ejecutivo de títulos de similar naturaleza. De esta forma se otorgará una mejor tutela del derecho de propiedad, en un marco de mayor seguridad jurídica.

Notas:

[1]. Alegría, Héctor; Kleidermacher, Arnoldo, "La llamada desmaterialización de los títulos circulatorios y la redefinición de la categoría (hacia un nuevo derecho creditorio fundado en la autonomía)", ponencia en el Congreso Argentino de Derecho Comercial (aaba), Buenos Aires, 1984, comisión N° 2, p. 1.
3. Gómez Leo, Osvaldo R., *Instituciones de derecho cambiario*, T. I, Buenos Aires, Depalma, 1982, pp. 34 y 185-195; Escuti, Ignacio, *Títulos de crédito*, 7ª ed., Buenos Aires, Astrea, 2002, p. 2.
[3]. Malagarriga, Carlos C., *op. cit.*, p. 467. También se ha hablado de "efectos de comercio" (cfr. Gómez Leo, Osvaldo R., *Instituciones…*, pp. 34 y 185-195). En el plan de estudios de la Universidad de Buenos Aires la asignatura lleva el nombre de "títulos negociables".
[4]. Alegría, Héctor; Kleidermacher, Arnoldo, "La llamada desmaterialización de los títulos circulatorios y la redefinición de la categoría (hacia un nuevo derecho creditorio fundado en la autonomía)", ponencia en el Congreso Argentino de Derecho Comercial (aaba), Buenos Aires, 1984, comisión N° 2, p. 1; Gualtieri–Winitzky, *Títulos circulatorios*, Buenos Aires, Zavalía, 1972, p. 16.
[5]. Gómez Leo, Osvaldo R., *Instituciones*..., pp. 185-195.
[6]. Adrogué, Manuel, "Hacia un cuestionamiento de la caracterización genérica de las acciones como títulos valores a través de las acciones nominativas y escriturales", en rdco, T. 1995-A, Buenos Aires, Depalma, 1995, p. 1.
[7]. Alegría, Héctor, "La desmaterialización…", p. 912; Villegas, Carlos G., "Valores no cartulares y su ejecución. Títulos escriturales o representados mediante anotaciones en cuenta o certificados globales", LL 2004-A, 905. También se ha utilizado la denominación "valores mobiliarios escriturales" (Kenny, Mario O., "Las acciones escriturales", en rdco, N° 103-104, Buenos Aires, Depalma, 1985, p. 128). Todas estas denominaciones tienen en cuenta el fenómeno de la desmaterialización y por tanto suprimen la palabra "títulos".
[8]. La expresión "valores no representados documentalmente" tropieza con el problema de que el documento electrónico, en el caso de ser reconocido por cada una de las legislaciones, es un documento, pero a la vez es un caso de desmaterialización. En ese supuesto, existe un verdadero "documento" y sin embargo puede hablarse de desmaterialización. Por tal motivo es más preciso hablar de valores no representados en papel.
[9]. Cfr. Vivante, Cesare, *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid, Reus, 1930, T. III, pág. 123; Legón, Fernando, *Letra de cambio y pagaré*, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1989, p. 8.
[10]. Cfr. Gómez Leo, Osvaldo R., *Instituciones*..., T. I, pp. 105-131.
[11]. Cfr. Adrogué, Manuel, "Hacia un cuestionamiento de la caracterización genérica de las acciones como títulos valores a través de las acciones nominativas y escriturales", en RDCO, Buenos Aires, Depalma, 1995, T.1995-A, p. 1.

[12]. Art. 731 Cód. Civil.
[13]. Cfr. Legón, Fernando, op. cit., p. 12.
[14]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización…", p. 908.
[15]. Cfr. Legón, Fernando, *op. cit.*, p. 14.
[16]. Cfr. Malagarriga, Carlos C., *op. cit.*, p. 471.
[17]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización…", p. 908.
[18]. Art. 7°, decreto 5965/63: "Si la letra de cambio llevase firmas de personas incapaces de obligarse cambiariamente, firmas falsas o de personas imaginarias o firmas que por cualquier otra razón no obligan a las personas que han firmado la letra o con el nombre de las cuales ha sido firmada, las obligaciones de los otros suscriptores siguen siendo, sin embargo, válidas".
[19]. Cfr. Yohma, Carlos G., *Tratado de las obligaciones negociables*, Buenos Aires, Depalma, 1994, p. 167.
[20]. La autonomía en las relaciones cartáceas determina la excepción al principio elemental de derecho común de que nadie puede transmitir un derecho mayor o más extenso del que posee sobre una cosa o sobre un bien (yohma, carlos g., *op. cit.*, p. 167).
[21]. Cfr. Gómez Leo, Osvaldo R., *Instituciones…*, p. 196; yohma, carlos, *op. cit.*, p. 168.
[22]. Cfr. Alegría, Héctor; Kleidermacher, Arnoldo, "La llamada ...", p. 6.
[23]. Uno de estos supuestos de excepción está constituido por el aval separado (art. 33, dto-ley 5965/63). Al librarse en un documento el título de crédito, y en otro separado el aval, se otorga al tenedor la facultad de hacer valer el aval o no, según sus necesidades. En los usos y costumbres bancarios locales, la figura del aval separado ha cobrado gran vigor. El principio de literalidad veda toda remisión a elementos extraños al título. Visto desde esta óptica, el aval separado es incompatible con el principio de literalidad, uno de los tres principios básicos de todo título valor. En efecto, la Ley Uniforme de Ginebra de 1930 no admite esta especie de aval, tampoco la ley italiana. Este tema ha generado arduas discusiones. Al respecto, se ha dicho que si bien es obvio que el principio de literalidad no admite remisiones a documentos existentes fuera del título, no lo es menos que el título será válido si contiene todas las declaraciones necesarias para ejercer el derecho que de él surge. Ese sería el verdadero sentido de la literalidad, ya que no es preciso recurrir a ningún documento. Ello, así, ya que el aval tiene un carácter contingente, ajeno al ritmo de circulación cambiaria natural de la letra (cfr. alegría, hector, El aval, Buenos Aires, Depalma, 1975, p. 158).
Lo cierto es que, más allá de estos debates, puede apreciarse una flexibilización de los principios tradicionales del derecho cartular en favor de los usos del comercio y de la circulación. Lo mismo ha de ocurrir con la desmaterialización, que por su fuerza obliga a repensar algunos conceptos tradicionales.
[24]. Por otro lado, es importante recordar que la teoría general de los títulos valores no se encuentra legislada en el sistema jurídico positivo argentino.
[25]. Art. 5, anexo I de la ley 24.452.
[26]. Cfr. Art. 63, anexo I, ley 24.452 y Gómez Leo, Osvaldo, R., *Leyes 24.452 y 24.760 comentadas y anotadas*, Buenos Aires, Lexis-Nexis, 2002, p. 34.
[27]. Cfr. Gómez Leo, Osvaldo R., *Leyes*..., p. 102.
[28]. Una situación similar a la del cheque robado se da en el procedimiento de cancelación de la letra de cambio, aplicable también al pagaré (arts. 89-92, decr-ley 5965/63), cuando el portador legítimo del título, en razón de su pérdida, sustracción o destrucción solicita judicialmente su cancelación. El juez dictará un auto indicando los datos necesarios para individualizar la letra o el pagaré y dispondrá su cancelación. Asimismo, autorizará el pago si transcurridos 60 días desde la última publicación del auto el tenedor no hubiera deducido oposición. Si la letra, o pagaré, hubiera vencido una vez operada su ineficacia a través de la cancelación, el cancelante ganancioso que ha obtenido sentencia firme puede pedir testimonio judicial del auto de cancelación y de la sentencia desestimatoria de la oposición.
El cancelante queda legitimado para exigir el pago y puede utilizar el testimonio para hacerse de su acreencia. Esta modalidad se ha permitido a pesar de ejercerse los derechos emergentes del título sin el título, lo que es difícilmente compatible con el principio de necesidad (cfr. Gómez Leo, Osvaldo R., *Tratado del pagaré cambiario*, Buenos Aires, Lexis-Nexis, 2004, p. 1072; Gómez Leo, Osvaldo R., *Manual de derecho cambiario*, Buenos Aires Depalma, 1990, p. 368). Asimismo, debe señalarse que no sería posible endosar el testimonio en la misma forma en que se endosa un título. Podría argumentarse que si el título ya no existe, no hay necesidad, sin embargo, en este supuesto se están ejerciendo los derechos contenidos en el título sin el título. Además el título sí existe, pero no se sabe dónde está.
Es de notar que los elementos estructurales (el documento como sustrato material) y el derecho representado en ellos se hallan recíprocamente compenetrados, en conexión permanente. Sin perjuicio de ello, esa estrecha vinculación entre ambos elementos no le hace perder virtualidad a cada uno. En efecto, la unidad funcional entre ambos elementos se puede romper en ciertos supuestos particulares como en el caso del procedimiento de cancelación, en el cual se revierte el fenómeno de la incorporación. En otras palabras, la cancelación desincorpora el derecho representado en el documento, que queda reducido en su materialidad (cfr. Gómez Leo, Osvaldo, *Tratado del pagaré…*, p. 1038*)*.
En el análisis del fenómeno de la desmaterialización, reviste particular importancia el estudio de supuestos como éste, que muestran la existencia de casos en los cuales era posible prescindir del título sin que ello impidiera conservar la legitimación ni ejercer los derechos contenidos en el título mucho antes de la aparición del fenómeno informático.

[29]. Los certificados provisionales se encuentran regulados en el Derecho argentino en el artículo 208 de la ley 19.550 de sociedades comerciales. Allí se dispone que mientras las acciones no estén integradas totalmente, los certificados provisionales serán considerados definitivos, negociables y al portador. Los certificados provisionales nominativos deben cumplir con las mismas formalidades que las acciones; es decir, su regulación por el estatuto social, deben mencionar su denominación, domicilio, fecha, y lugar de constitución, duración, inscripción, capital social, número, valor nominal,

clase de acción que represente y un espacio destinado a la registración de las integraciones que se hagan. Al igual que las acciones, deberán llevar adheridos o impresos los cupones correspondientes. Sobre los certificados provisionales, se ha sostenido que gozan de la misma naturaleza jurídica que las acciones y legitiman a su tenedor para el ejercicio de los derechos inherentes a la condición de socio al igual que los títulos definitivos. Ambos son títulos valores, reconocidos así por la ley, siendo de aplicación a estos certificados los mismos principios que regulan a aquellas. El carácter provisional no les priva de la condición de títulos valores (Cfr. Verón, Alberto Víctor, *Sociedades comerciales*, T.3, Buenos Aires, Astrea, 1986, p. 470-474).
[30]. Debe distinguirse entre acciones no representadas en títulos accionarios y acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Ambos supuestos suelen ser confundidos en la creencia que no hay otra manera posible de existencia de acciones no representadas en títulos que no sea mediante anotaciones en cuenta. El ejemplo que demuestra que dicha noción es imprecisa, es el caso en el cual las acciones no se hallan representadas ni documental ni contablemente por no haber sido emitidas (como en el caso del art. 208 de la ley 19.550). En este supuesto, las acciones no se encuentran representadas en títulos, pero tampoco se encuentran representadas mediante anotaciones en cuenta, sino tan sólo por medio de un comprobante o certificado de carácter provisional (cfr. Díaz Moreno, Alberto; Pries Picardo, Adolfo, *op. cit.*, p. 312).
[31]. No sería ilógico afirmar, dado que el título accionario en soporte papel aún no existe, de que se trata sin más de un caso de desmaterialización. La interpretación adoptada en el texto, parece ser, no obstante más precisa, ya que existe un documento en soporte papel en el cual se hacen constar los derechos y mediante el cual se los ejerce (aunque éste sea provisorio), lo que técnicamente impide considerar que existe desmaterialización.
[32]. Cfr. Villegas, Carlos G., "Los valores no cartulares y su ejecución", LL 2004-A, p. 911.
[33]. Cfr. Gómez Leo, Osvaldo R., *Instituciones…*, p. 82. La posibilidad de constituir derechos reales sobre el título no es la causa sino la consecuencia de su carácter de cosa mueble.
[34]. Cfr. De Angulo Rodríguez, Luis, "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos", en Jiménez Sánchez, Guillermo (coordinador), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, Civitas, 1992, p. 263.
[35]. Cfr. Ferri, Giuseppe, *Títulos de crédito* (2ª ed. revisada por legón, fernando), Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1982, p. 19.
[36]. Si bien con ciertas limitaciones atinentes a la naturaleza específica del derecho cartular, se aplica a los títulos valores el artículo 2412 del Código Civil, tan sólo no se les aplica la parte final del artículo respecto de las excepciones de pérdida o robo (cfr. Gómez Leo, Osvaldo, *Tratado...*, p. 135).
[37]. Existen, empero, diferencias conceptuales entre los títulos valores y las cosas muebles: a) En primer lugar, el título tiene un primordial valor representativo, o sea que lo que el título representa vale más que lo que es (ya que es tan sólo un pedazo de papel). Esta relación es inversa en las cosas muebles, que valen por lo que son. Es decir que prevalece en ellas el valor intrínseco; b) En los títulos valores es posible la adquisición a non domino, es decir, de quien no es dueño cuando adquiere el título sin saber que es robado o perdido; c) La ley de circulación. Los títulos valores se encuentran regulados bajo una normativa específica que resguarda y favorece la circulación del crédito, la certeza, la rapidez y la seguridad de esa circulación.
Por otra parte, el título es también un documento. Es un instrumento escrito que contiene una declaración de voluntad con contenido económico. El de documento guarda relación con su aptitud probatoria. Vale decir que el título es documento desde que posee aptitud para acreditar ciertos hechos de relevancia jurídica y económica. Los títulos desmaterializados prescinden del papel como soporte físico (cfr. Gómez Leo, Osvaldo, *Instituciones...*, p. 84-85).
[38]. Cfr. Alegría, Héctor; Kleidermacher, Arnoldo, "La llamada...", p. 5.
[39]. Cfr. Gómez Leo, Osvaldo, *op. cit.*, p. 27.
[40]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización...", p. 898. La ley de sociedades comerciales contempla la posibilidad de emitir certificados globales en su artículo 208.
[41]. *Idem*, p. 896.
[42]. *Idem*, p. 897.
[43]. Cfr. Schiffer, Miguel; Brok, Sergio; Oyharzabal, Alicia, "La desmaterialización de la prueba en materia comercial", LL 1988-D, p. 699.
[44]. Cfr. Hofkamp, Cristina Margarita Rosa, *La desmaterialización de los títulos de crédito: límites y condiciones*, tesina del Master en Derecho de la Empresa de la Universidad Austral, Buenos Aires, 1993 (inédita).
[45]. Cfr. Remolina Angarita, Nelson, "Desmaterialización, documento electrónico y centrales de registro", en *Internet, comercio electrónico & telecomunicaciones*, Bogotá, Legis, 2002, p. 4.
[46]. La definición adoptada busca simplemente reflejar que existen derechos creditorios de circulación autónoma que se encuentran representados en documentos o títulos confeccionados en soporte papel y otros que no lo están.
[47]. Cfr. Hofkamp, Cristina, *op. cit.*, p. 23; alegría, héctor, "La desmaterialización...", p. 899-900; Remolina Angarita, Nelson, *op. cit.*, p. 25.
[48]. Cfr. art. 49, ley 20.643; o art. 4, dto. 677/01.
[49]. A favor Hofkamp, Cristina, *op. cit.*, p. 23; en contra: remolina angarita, nelson, *op. cit.*, p. 5; para el mencionado autor "Los mercados de valores pueden permitir la negociación de documentos desmaterializados, o la creación de documentos inmaterializados...". No obstante, este supuesto no configura un verdadero caso desmaterialización total (pues siempre existirán constancias en soporte papel), ni tampoco explica en qué términos ni con qué implicancias jurídicas y fundamento legal se daría el mismo.
[50]. Las actividades de prevención incluyen la implementación de sistemas de seguridad informática en la transmisión de mensajes de datos, el mejoramiento de los antivirus, la realización de copias de seguridad periódicas, la instauración

de un seguro obligatorio para los sistemas de depósito centralizado de títulos o para las entidades depositarias de títulos, así como la regulación legislativa y previsión normativa de las consecuencias de estos eventos, entre otras.
[51]. Cfr. Bonardell Lenzano, Rafael, "Negocios sobre derechos de participación social no representados en acciones. Consideración especial de las transmisiones inter vivos de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada", pp. 191-243; en ", Jiménez Sánchez, Guillermo (coordinador), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, Civitas, 1992.
[52]. Cfr. Sasot Betes, Miguel, A.; sasot, miguel p., *Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables*, Buenos Aires, Ed. Abaco, 1985, p. 133.
[53]. Cfr. art. 226, ley 19.550; Yohma, Carlos, *op. cit.*, p. 183.
[54]. Reviste importancia la distinción entre títulos accionarios no representados en títulos y títulos accionarios representados mediante anotaciones en cuenta. Es frecuente que se los confunda en la creencia que no hay otra manera posible de existencia de acciones no representadas en títulos que no sea mediante anotaciones en cuenta. Un ejemplo que demuestra que esto último es incorrecto, es el caso en el cual las acciones no se hallan representadas documental ni contablemente por no estar inscriptos la sociedad o el aumento de capital correspondiente. En este supuesto, las acciones no se encuentran representadas en títulos, pero tampoco se encuentran representadas mediante anotaciones en cuenta: se trata de títulos desmaterializados, pero no existe anotación en cuenta. Por eso, no será de aplicación la normativa de los mercados de valores sobre valores anotados en cuenta que existe, por ejemplo, en la ley española de mercado de valores –LMV- (cfr. Díaz Moreno, Alberto; Pries Picardo, Adolfo, "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta", en Guillermo Jiménez Sánchez –coordinador-, *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, Civitas, 1992, p. 311).
[55]. Richard, Efraín Hugo, "Acciones escriturales", en *Revista del Derecho comercial y de las obligaciones*, N° 97/98, Buenos Aires, Depalma, 1984, p. 95; Kenny, Mario Oscar, "Las acciones escriturales", en *Revista del Derecho comercial y de las obligaciones*, N° 103/104, Buenos Aires, Depalma, 1985, p. 115.
[56]. Art. 208, *in fine,* ley 19.550 (según ley 22.903): "Acciones escriturales.- El estatuto puede autorizar que todas las acciones o algunas de sus clases no se representen en títulos. En tal caso deben inscribirse en cuentas llevadas a nombre de sus titulares por la sociedad emisora en un registro de acciones escriturales al que se le aplica el artículo 213 en lo pertinente o por bancos comerciales o de inversión o cajas de valores autorizados.
La calidad de accionista se presume por las constancias de las cuentas abiertas en el registro de acciones escriturales. En todos los casos la sociedad es responsable ante los accionistas por los errores o irregularidades de las cuentas, sin perjuicio de la responsabilidad del banco o caja de valores ante la sociedad, en su caso.
La sociedad, la entidad bancaria o la caja de valores deben otorgar al accionista comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella. Todo accionista tiene además derecho a que se le entregue, en todo tiempo, constancia del saldo de su cuenta a su costa".
[57]. Cfr. Mascheroni, Fernando H., *Nominatividad*, Buenos Aires, Ediciones Centro Norte, 1986, p. 73.
[58]. Cfr. Villegas, Carlos, *Derecho de las sociedades comerciales*, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1992, p. 393.
[59]. La disposición ulteriormente incorporada en 1942 estableció "Las sociedades por acciones tienen la facultad de acordar en asamblea extraordinaria que no se distribuyan a los socios los títulos de las acciones. En este caso, la calidad de socio queda probada por la inscripción en el libro de socios y los vínculos reales sobre las acciones se constituyen mediante anotación en el mismo libro..." (cfr. villegas, carlos gilberto, *op. cit.*, p. 393).
[60]. Cfr. Adrogué, Manuel, "Hacia un cuestionamiento de la caracterización genérica de las acciones como títulos valores a través de las acciones nominativas y escriturales", en rdco, Buenos Aires, Depalma, 1995-A, p. 2.
[61]. Cfr. Yohma, Carlos G., *op. cit.*, p. 183.
[62]. *Ibidem.*
[63]. Art. 8, ley 23.576.
[64]. CNCom, sala B, 16/2/2003, "Gielisch de Von Simonyi, Berta c/ Citibank y otros s/amparo".
[65]. Art. 31, ley 23.576.
[66]. Cfr. yohma, carlos g., *op. cit.* p. 182.
[67]. Art. 21, ley 24.441: "Los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros según fuere el caso. Los certificados de participación y los títulos representativos de deuda podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales conforme al art. 8 y concordantes de la ley 23.576 (modif. por ley 23.962). Los certificados serán emitidos en base a un prospecto en el que constarán las condiciones de emisión y contendrá las enunciaciones necesarias para identificar al fideicomiso al que pertenecen, con somera descripción de los derechos que confieren.
Podrán emitirse certificados globales de los certificados de participación, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles."
[68]. Cfr. art. 19, 2º párrafo, ley 24.441; cfr. Kiper, Claudio m.; Lisoprawski, Silvio v., *Tratado de fideicomiso*, Buenos Aires, Lexis Nexis, 2004, pp. 650.
[69]. También será aplicable, por su carácter general, el artículo 4° del régimen de transparencia en la oferta pública (dto. 677/01). Las especificaciones de la ley de fideicomiso relativas a la emisión de títulos se complementan con las normas reglamentarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV): la res. gral. N° 271/1995, reemplazada por la 290/97, 290/97 y luego por la res. N° 386/01, que tuvo reformas por las res. N° 400/02 y 437/03 (cfr. Kiper, Claudio m.; Lisoprawski, Silvio v., *op. cit.*, pp. 667).
Estas normas especifican la información mínima con la que deben contar los títulos (individualización del fideicomiso y del fiduciario, monto de la emisión y de los títulos, clase de título, número de serie, garantías, resolución CNV que autoriza la oferta pública, etc.).

[70]. Kiper, Claudio m.; Lisoprawski, Silvio v., *op. cit.*, pp. 652-653.
[71]. Por tal motivo, por ejemplo, los valores desmaterializados no podrían ser al portador, pues los títulos al portador no indican el nombre de su dueño. Además, en ellos la posesión hace presumir la propiedad y se transmiten por simple entrega. Todo ello es imposible en los valores desmaterializados. Estos deben ser nominativos, a menos que en un futuro la tecnología permita otras formas de individualización del titular. Pero actualmente, si no se indica al menos el nombre del titular no será posible su individualización, ya que no tienen soporte físico, lo que impide la tenencia o posesión de los mismos.
[72]. Cfr. Kenny, Mario O., "Las acciones..." , p. 132.
[73]. Cfr. Exposición de Motivos de la Ley 20.643.
[74]. Cfr. Alegría, Héctor., "La desmaterialización...", p. 898; hofkamp, cristina r., *op. cit.*,p. 35.
[75]. Art. 208, ley 19.550 (según ley 22.903): "Los títulos pueden representar una o más acciones y ser al portador o nominativos; en este último caso, endosables o no.
Certificados Globales.- Las sociedades autorizadas a la oferta pública podrán emitir certificados globales de sus acciones integradas con los requisitos de los artículos 211 y 212, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin, se considerarán definitivos, negociables y divisibles."
[76]. Art. 30, ley 23.576: "Las sociedades autorizadas a la oferta pública de valores mobiliarios pueden emitir certificados globales de sus obligaciones negociables, con los requisitos del artículo 7° para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles".
[77]. Los certificados globales pueden ser considerados como declaraciones de certeza de la emisora que acreditan ante la institución de depósito colectivo la emisión de los títulos valores. La declaración del certificado global va dirigida a un sujeto preciso y determinado (el organismo de depósito colectivo), no es *erga omnes*. El certificado global es divisible, por lo que puede ser sustituido por otro de un valor acumulado menor. El accionista u obligacionista que recibe un certificado global no puede transmitirlo fuera de la caja de valores. En tal sentido, se ha dicho que al no ser circulable, el certificado global no es título de crédito (cfr. Yohma, Carlos, *op. cit.*, p. 180).
[78]. Yohma, Carlos, *op. cit.*, p. 181.
[79]. Art. 30, ley 23.576: "Las sociedades autorizadas a la oferta pública de valores mobiliarios pueden emitir certificados globales de sus obligaciones negociables, con los requisitos del artículo 7° para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles".
[80]. Yohma, Carlos, *op. cit.*, p. 178.
[81]. Artículo 18: "Las cuotapartes emitidas por el fondo común de inversión estarán representadas por certificados de copropiedad nominativos o al portador, en los cuales se dejará constancia de los derechos del titular de la copropiedad y deberán ser firmados por los representantes de ambos órganos del fondo. Las firmas podrán ser estampadas por medios mecánicos copiadores. Podrán emitirse cuotapartes escriturales, estando a cargo de la depositaria el registro de cuotapartistas. Un mismo certificado podrá representar una o más cuotapartes. La emisión de cuotapartes debe expedirse contra el pago total del precio de suscripción, no admitiéndose pagos parciales.
Los fondos cerrados podrán emitir certificados globales para su depósito en regímenes de depósito colectivo" (párrafo incorporado por art. 78 inc. g) de la ley N° 24.441 B.O. 16/01/1995).
[82]. No obstante, existen algunas diferencias entre ambos. Los títulos múltiples pueden representar acciones u obligaciones sin oferta pública autorizada. En cambio, los certificados globales sólo pueden ser extendidos por sociedades que estén dentro del régimen de la ley 17.811.
Por otra parte, los títulos múltiples pueden ser transferidos por los medios normales de transmisión de los títulos de crédito, lo que no sucede con los certificados globales. Éstos sólo pueden servir como instrumento hábil para que se produzca la transmisión de los derechos representados mediante la transferencia de cuenta que se verifique en la institución de depósito colectivo habilitada al efecto (cfr. Yohma, Carlos, *op. cit.*, p. 179).
[83]. "Esta Cámara no soslaya que se produce en el caso bajo análisis un claro problema de legitimación activa y una alteración de los valores esenciales de la circulación económica. Ello, pues los requisitos formales que el sistema cartular exige cumplimentar al portador de una obligación negociable, en virtud de la cual ese portador es considerado legitimado activo, pudiendo requerir el pago del título en cuestión, no se cumplen" (CNCom, sala B, 27/03/2003, "Katz, Alberto C. c/Imagen Satelital S.A. s/pedido de quiebra").
[84]. Cfr. López Mazzeo, Hernán, "Acreditación de los derechos económicos contenidos en valores negociables representados como certificados globales", en LL 2005-A, p. 1101.
[85]. Cfr. art. 4°, inciso e), decreto 677/01; y Villegas, Carlos G., "Valores no cartulares y su ejecución", LL 2004-A, p. 920.
[86]. Cfr. CNCom, sala B, 16/6/204, "Schargorodsky, Carlos D. c/Banco de Galicia y Buenos Aires S.A".
[87]. Cfr. Alegría, Héctor., "La desmaterialización...", p. 899.
[88]. Cfr. Alegría, Héctor; Kleidermacher, Arnoldo, "La llamada...", p. 1.
[89]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización…", p. 900 (nota 25).
[90]. Cfr. Alegría, Héctor; Kleidermacher, Arnoldo, "La llamada...", p. 2.
[91]. Cfr. De Angulo Rodríguez, Luis, "Derechos de créditos representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos", en Jiménez Sánchez, Guillermo (coordinador), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, Civitas, 1992, p. 279.
[92]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización…", p. 909.
[93]. Anexo I, Ley 24.452 (promulgada el 22/02/95), art. 12, inciso b), según art. 1° dto. 386/03 (B.O. 15/7/2003): "Depositado en la Caja de Valores Sociedad Anónima para su posterior negociación en Mercados de Valores por medio de sistemas de negociación que garanticen la interferencia de ofertas, en cuyo caso podrá ser transmitido por simple endoso indicando además "para su negociación en Mercados de Valores".

A su vez, el decreto 386/03 se encuentra reglamentado por la Resolución 14689/2003, de la CNV (Reglamento para la cotización de cheques de pago diferido, 20/11/03). Su artículo 2° establece como requisito que el importe del cheque no sea inferior a $ 1.000.
[94]. Art. 56, anexo I, ley 24.452.
[95]. Idéntica terminología se utilizó en el art. 17 de la ley 17.811.
[96]. "Se entenderá por valores negociables a los "títulos valores" mencionados en el artículo 17 de la ley 17.811 y sus modificatorias, emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo en particular, a los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, a las acciones, a las cuotapartes de fondos comunes de inversión, a los títulos de deuda o certificados de participación en fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, a cualquier otro valor o contrato de inversión o derecho de crédito homogéneos y fungibles, emitidos en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros".
[97]. Salvo el supuesto mencionado en el capítulo anterior respecto de los cheques endosados para negociar en mercados de valores.
[98]. Dicha norma establece la posibilidad de representar los valores negociables mediante títulos o mediante anotaciones en cuenta. Este segundo supuesto es un claro caso de desmaterialización.
Ley 24/1988 (28/7/1988), art. 5: "Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión. La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible. La representación por medio de títulos será reversible. El paso al sistema de anotaciones en cuenta podrá hacerse no obstante lo dispuesto en el párrafo primero, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento a la transformación.
El Gobierno podrá establecer, con carácter general, o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para la admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores. Asimismo, determinará los supuestos excepcionales en que no será de aplicación lo dispuesto en el párrafo segundo."
La exposición de motivos explica las razones de la novedad y añade que la posibilidad de representar los valores mediante anotaciones en cuenta conduce a una previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos (ley 24/1988 (28/7/1988), exposición de motivos, punto N° 2).
[99]. Art. 30, ley 20.643; cfr. Radresa, Emilio, *Bolsas y contratos bursátiles*, Buenos Aires, Depalma, 1995, pp. 27-40.
[100]. Cfr. Hofkamp, Cristina Margarita Rosa, *op. cit.*, pp. 36-37.
[101]. Así como un banco que recibe en depósito dinero no está obligado a devolver los mismos billetes que recibió, sino su equivalente, tampoco la caja está obligada a devolver los mismos títulos que recibió, sino una cantidad igual a la recibida.
[102]. Actualmente, la enorme mayoría de las transacciones en el mercado de valores de Buenos Aires están desmaterializadas. Las transacciones son realizadas prescindiendo del soporte papel, con tarjeta o por *internet*. En el Mercado Abierto Electrónico (MAE) o en el NASDAQ, existen otras ventajas adicionales, como la posibilidad de realizar transacciones las veinticuatro horas, mientras que en el recinto bursátil las transacciones tienen un límite horario.
[103]. Ley 20.643, publicada B.O. 11/2/1974 modif. por leyes 23.299 y 23.697.
[104]. Cfr. Prono, Ricardo, "La concepción de los títulos valores en el Proyecto de Código Unificado", en LL 2001-E, p 1070.
[105]. Ambas calidades pueden reunirse en una sola persona (cfr. arts. 30 y 34, ley 20.643).
[106]. Cfr. ley 20.643, Exposición de Motivos.
[107]. Art. 47, ley 20.643.
[108]. Cfr. Kenny, Mario O., "Las acciones...", p. 131.
[109]. Identifica ambos fenómenos, por ejemplo, remolina angarita, nelson (*op. cit.*, pp. 4 y 23), quien expresa que "...este proceso de replicar documentos de papel en un contexto digital para transferirlos electrónicamente se ha denominado desmaterialización".
[110]. A favor de la limitación de la desmaterialización a títulos en serie se pronuncia Hofkamp, Cristina R., *op. cit.*, p. 45. En cambio, a favor de una tesitura amplia, inclusiva de los títulos individuales, se expide Alegría, Héctor, "La desmaterialización…", p. 909.
[111]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización...", p. 918.
[112]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización…", p. 912.
[113]. La ley francesa de 1981 impuso obligatoriamente la desmaterialización de los títulos emitidos en serie o valores mobiliarios (alegría, héctor, "La desmaterialización...", p. 914).
[114]. Tal parece ser la finalidad perseguida por la legislación francesa.
[115]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización...", p. 914.
[116]. Cuando se menciona la inexistencia de una teoría general de los títulos valores, no se hace referencia a los conceptos fundamentales como el de "título", o el concepto de "obligación". Esta clase de conceptos no son propios de códigos ni de leyes sino que son incumbencia de la doctrina.
El Derecho argentino no tiene consagrada legislativamente una serie de principios generales aplicables a todo título valor en caso de ausencia de normas específicas (que podría también denominarse "parte general" de los títulos valores). Ello sí ocurre, por ejemplo, en el Derecho Societario: la ley 19.550 primeramente regula la parte general y principios comunes a todos los tipos societarios, para posteriormente regular las normas particulares de cada uno de los tipos (S.A., S.R.L., etc.). Lo mismo sucede en el Código Penal.
[117]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización...", p. 915.

[118]. *Ibidem.*
[119]. *Proyecto de Código Civil de la República Argentina* de la Comisión designada por el decreto N° 685/95, en Antecedentes Parlamentarios, 2da ed., Editorial La Ley, Buenos Aires, 2000, p. 108.
[120]. Arts. 1782 y 1783 del Proyecto.
[121]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización...", pp. 910 y 916. El *Proyecto argentino de unificación de la legislación civil y comercial de 1987*, que recibió media sanción legislativa, al respecto establecía en su artículo 2303: "Por disposición de la ley o cláusula expresa pueden prometerse prestaciones incondicionales e irrevocables que no se incorporen a documentos y que circulen autónomamente. Estos derechos se transmiten mediante asiento en registros especiales que llevará el emisor. A los efectos de determinar el alcance de los derechos así creados, deberá estarse al instrumento de creación inscrito en el Registro Público".
[122]. *Idem,* p. 919.
[123]. Así, por ejemplo, el proyecto argentino de unificación de la legislación civil y comercial de 1987 en sus arts. 86 a 89 y el proyecto de Código Único de 1998 en su art. 1768.
[124]. V. gr. Establecer la obligación de efectuar copias de seguridad de los registros periódicamente.
[125]. Las actividades de prevención incluyen la implementación de sistemas de seguridad informática en la transmisión de mensajes de datos, mejoramiento de los antivirus, realización de copias de seguridad (*backups*) periódicos, la instauración de un seguro obligatorio para los sistemas de depósito centralizado de títulos o para las entidades depositarias de títulos, así como la regulación legislativa y previsión normativa de las consecuencias de estos eventos, entre otras.
[126]. Previo a la orden de ejecución, el juez ordenará el libramiento de un mandamiento de intimación de pago. Si el deudor no paga, el juez ordena la ejecución. Antes de vender los bienes embargados, se cita al deudor, quien puede oponer excepciones (arts. 520-558 CPCCN).
[127]. La confesión ante el pretor hacía innecesario el juicio y debía equipararse al confesante a un condenado. De esta forma se admitió la confesión de deuda ante el juez. Esta confesión era equivalente a un título ejecutorio y daba derecho a la ejecución sin que fuese necesario un largo y lento proceso de conocimiento con extensas etapas probatorias que se dilatasen en el tiempo. El acreedor tenía derecho a la ejecución sin un previo proceso de conocimiento. Los instrumentos ejecutivos (*guarentigiata*) se fueron difundiendo con el paso de los años y con el auge del notariado. Estos instrumentos sustituían el efecto ejecutorio de la cosa juzgada y su fuerza ejecutiva constituía una verdadera manifestación de la autonomía de la voluntad y de la amplitud de las facultades dispositivas de los individuos sobre su propio derecho.
Estos antecedentes son formas rudimentarias de lo que más tarde se llamaría título ejecutivo, que en algunos lugares nació como confesión ante el juez y luego se fue extendiendo a otros instrumentos. El primer instrumento privado ejecutivo sin intervención notarial fue la letra de cambio. Desde antiguo se la dotó de fuerza ejecutiva a los efectos de asegurar la efectividad y certeza en el Derecho cartular. En el año 1360, una ley dictada por el Rey don Pedro I de Sevilla y luego en la Pragmática de Enrique II de Sevilla de 1396, aparece delineada la estructura de un juicio de apremio breve y sumario, basado en un título ejecutivo. En este tipo de procedimiento, no se admitía que el deudor opusiera excepciones ni pretexto alguno, reservado toda discusión para otro juicio. Ello en aras de la buena fe del comercio, la eficacia y la puntualidad en el cumplimiento de obligaciones. Es que la letra no podría cumplir su función en la economía si no se pudiese obtener el pago de ella con un procedimiento simple, rápido y eficaz.
Como puede apreciarse, los títulos de crédito a lo largo de la historia han contado con un medio rápido de cobro. Asimismo, debe destacarse el hecho de que el título ejecutivo no siempre ha estado representado en soporte papel, como ocurría en el caso de la confesión de deuda (cfr. Podetti, Ramiro, *Tratado de las ejecuciones* -3ª ed. act. por Guerrero Leconte, Víctor-, Ediar, Buenos Aires, 1997, p. 19-22; Villegas, Carlos, "Los valores no cartulares y su ejecución", LL 2004-A, p. 919-920).
[128]. El art. 520 del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación (CPCCN) establece que se procederá ejecutivamente siempre que en virtud de un título ejecutivo se demande la obligación de dar cantidades líquidas de dinero o fácilmente liquidables. Son títulos ejecutivos: el instrumento público, el instrumento privado reconocido judicialmente, o con firma certificada por escribano, la confesión de deuda líquida y exigible presentada ante el juez, la letra de cambio, el pagaré, el cheque y la constancia de saldo de cuenta corriente bancaria, el crédito por alquileres, el warrant, entre otros (art. 532 CPCCN).
[129]. Art. 208 ley 19.550, y art. 31. ley 23.576.
[130]. Cfr. Villegas, Carlos, "Los valores...", p. 920.
[131]. Art. 29, ley 23.576.
[132]. Art. 4, decreto 677/01.
[133]. Cfr. Villegas, Carlos, "Los valores...", p. 921.
[134]. Cfr. art. 520, Cód. Proc. Civ. y Com. de la Nación.
[135]. Art. 4, inc. e), decreto 677/01.
[136]. Cfr. Villegas, Carlos, "Los valores…", p. 921.
[137]. Ley de mercado de valores de España, art. 12; y art. 18 y siguientes del Real Decreto 116/1992.
[138]. Ley de Títulos Valores de Perú, N° 27.287, art. 18.3.
[139]. Art. 2311, Código Civil: "Se llaman cosas en este Código, los objetos corporales susceptibles de tener un valor."
[140]. Las normas que regulan los derechos reales son de orden público, están vinculadas al plexo de principios de orden superior políticos, económicos y morales a los cuales la sociedad considera estrechamente vinculada la existencia y conservación de la organización social establecida. Las normas de orden público no pueden ser dejadas de lado por las convenciones privadas. Son normas de carácter imperativo y no supletorio. La perspectiva tradicional clasificaba o

subdividía a los derechos de índole patrimonial en derechos reales y personales. Los derechos personales o creditorios se rigen por el principio de autonomía de la voluntad, es decir que las partes pueden regular estos derechos libremente. Por su parte, los derechos reales están establecidos taxativamente por ley, las partes no pueden crear derechos reales distintos de los establecidos por la ley. Este principio es de carácter imperativo y se denomina principio de número cerrado o *numerus clausus*. Por ende, dos particulares no podrían, en uso de la autonomía de la voluntad, constituir un derecho real no contemplado en la ley (cfr. Mariani De Vidal, Marina, *Curso de Derechos reales*, Buenos Aires, Zavalía, 2000, p. 25; Salvat, Raymundo M., *Tratado de Derecho civil argentino*, T.2, 8ª ed., Buenos Aires, Ed. La Ley, 1947, p. 16).
[141]. Cfr. nota al Título IV del Libro III, párrafo 9°, Código Civil.
[142]. Cfr. Salvat, Raymundo M., *op. cit.*, p. 16; Mariani De Vidal, Marina, *op. cit.*, p. 24.
[143]. Cfr. Mariani De Vidal, Marina, *op. cit.*, p. 36.
[144]. Art. 2311, 2º párrafo, Código Civil, según ley 17.711.
[145]. Art. 3204, Código Civil: "Habrá constitución de prenda cuando el deudor, por una obligación cierta o condicional, presente o futura, entregue al acreedor una cosa mueble o un crédito en seguridad de la deuda".
[146]. Cfr. Mariani De Vidal, Marina, *op. cit.*, p. 24.
[147]. "...Los bienes que no son cosas sólo pueden ser objeto actual del usufructo cuando estuvieren representados por sus respectivos instrumentos. Cuando no estuvieren representados por instrumento, las cosas comprendidas en el crédito o en el derecho, que viniesen a poder del usufructuario, serán su objeto futuro."
[148]. Cfr. Mariani De Vidal, Marina, *op. cit.*, p. 26.
[149]. Art. 2827, Código Civil.
[150]. Cfr. Mariani De Vidal, Marina, *op. cit.*, p. 26.
[151]. En materia de enajenaciones y transmisión de derechos, en el derecho romano imperaba la clandestinidad. Los modos de transmisión requerían tan sólo testigos (como la *mancipatio*) o a lo sumo eran realizados frente a un magistrado (*in jure cesio*). Si tal era la situación para los inmuebles, no es difícil imaginar que la registración de transmisiones sobre bienes muebles se encontraba en estado más precario aún, o mejor dicho, inexistente.
En Francia, el sistema de tradiciones civiles o *feintes* en medio de los *constituts* y de los *precaires* acarreó la clandestinidad de las mutaciones inmobiliarias. Esta originó grandes peligros. La persona que compraba un inmueble siempre debía temer la existencia de una venta anterior desconocida para él, nunca estaba seguro de tratar con el verdadero propietario. Las hipotecas resultaban solamente de los instrumentos notariales o judiciales y no eran objeto de ninguna publicidad. El primer intento serio de establecer un sistema de publicidad lo constituyó el Edicto de Colbert de marzo de 1673 (cfr. Ripert, Georges; Boulanger, Jean, *Tratado de derecho civil*, T. VI, Buenos Aires, La Ley, 1987, p. 97-98).
[152]. La anterior ley de leasing 24.441 sólo admitía el leasing de cosas (objetos corporales), mientras que actualmente, reconoce la posibilidad de dar en leasing toda clase de bienes, incluso patentes. Ley 25.248 (sancionada 10/5/00), art. 2º: *"Objeto. Pueden ser objeto del contrato cosas muebles e inmuebles, marcas, patentes o modelos industriales y software, de propiedad del dador o sobre los que el dador tenga la facultad de dar en leasing"*.
[153]. Cfr. Olavarría Téllez, Ángel, "Singularidad negocial de las propiedades especiales y de los derechos de crédito y de participación social no representados documentalmente", en Jiménez Sánchez, guillermo (coordinador), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, Civitas, 1992, p. 56.
[154]. *Ibidem* (a favor de la autonomía de estas figuras también se pronuncia Adrogué, Manuel, *op. cit.* p. 2).
[155]. Cfr. Alegría, Héctor, "La desmaterialización...", p. 898.
[156]. *Idem*, p. 899.
[157]. Cfr. Villegas, Carlos G., "Los valores no cartulares y su ejecución", LL 2004-A, p. 913.
[158]. Cfr. Yohma, Carlos, *op. cit.*, p. 177.
[159]. La anotación en cuenta hace presumir la calidad de obligacionista, y el acto de transmisión se perfecciona con el modo, que es la comunicación por el transmitente y el beneficiario a la emisora o a la entidad registradora. A partir de ese momento, la transmisión es oponible. La emisora debe otorgar al obligacionista comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento. El obligacionista tiene además derecho a que se le entregue, en todo momento constancia de saldo, a su costa (Cfr. Yohma, Carlos, *op. cit.*, p. 185).
[160]. También denominados "derechos limitados" o *iura in re aliena*.
[161]. Cfr. Díaz Moreno, Alberto; Pries Picardo, Adolfo, "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta", en Jimenez Sánchez, Guillermo (coordinador), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, Civitas, 1992, p. 345. Estos autores entienden que es aplicable a los derechos reales mencionados el régimen de los arts. 67 a 72 de la ley de sociedades anónimas española (LSA).
[162]. *Idem*, p. 346.
[163]. Art. 580 Cód. Com.; art. 3204 Cód. Civ.
[164]. Cfr. Rodríguez Acquarone, Pilar, "La compraventa de acciones y sus garantías", Buenos Aires, Editorial Ábaco, 2001, p. 98.
[165]. Cfr. Rodríguez Acquarone, Pilar, *op. cit.*, p. 99.
[166]. Art. 53, ley 20.643: "El comitente podrá transmitir, en forma total o parcial, sus derechos de copropiedad o constituir derecho de prenda sobre su parte indivisa o una porción de ella. A tal efecto deberá instruir al depositante para que libre las órdenes pertinentes a la Caja. La Caja deberá practicar las anotaciones dentro de las veinticuatro (24) horas de recibida la orden escrita, emanada del depositante. A partir de ese momento la transmisión de derechos o la constitución de la prenda se considerarán perfeccionadas". Al ser la ley 20.643 ley posterior y especial, es dable sostener que los obstáculos jurídicos provenientes del Código Civil quedan superados.

[167]. Por último, respecto del requisito de que los créditos prendados deben constar por escrito, el Código Civil sólo establece que sea "por escrito" sin especificar si puede o no ser escrito en una anotación en cuenta. Debe recordarse que las anotaciones en cuenta se hacen en forma escrita. Si bien el Código Civil exige que el crédito conste por escrito, en ninguna disposición de este Código se exige que dicho crédito conste por escrito "en un documento material en soporte papel".
[168]. El embargo consiste en la individualización de un bien del deudor de una obligación y su consiguiente indisponibilidad. Es decir que el bien embargado no podrá ser vendido, ni se puede disponer de él en modo alguno. Con posterioridad, el acreedor procederá a la realización o subasta del bien para poder satisfacer su crédito con las sumas de dinero percibidas en virtud de la venta del bien.
[169]. "Se podrá decretar el embargo de la cuota parte de o más de los comitentes, en cuyo caso, la medida deberá notificarse al depositante y a la Caja, los que quedarán obligados a mantener indisponible dicha cuota parte. Dispuesta la ejecución, la misma se hará efectiva conforme al régimen de la transmisión del dominio previsto por esta ley y de acuerdo con las disposiciones vigentes. El nuevo comitente podrá, una vez que acredite la titularidad de la cuota parte disponer de los títulos o de su cuota parte conforme a lo dispuesto en el artículo 53".
[170]. Cfr. Camerini, Marcelo Alejandro, *Mercado de Valores*, Buenos Aires, Ad Hoc, 2002, p. 253.
[171]. *Idem*, p. 254.
[172]. Son muchos los supuestos posibles: La cesión *por solvendo* o la copropiedad de títulos desmaterializados son algunos de ellos (Cfr. Díaz Moreno, Alberto; Pries Picardo, Adolfo, *op. cit.*, p. 354).
[173]. Ausencia de una parte general, es decir, de normas generales aplicables a cada uno de los títulos en particular.
[174]. Para hacer referencia a los títulos que se encuentran desmaterializados, son precisas las expresiones "valores no cartulares" o "valores no representados en soporte papel".

© Copyright: Universidad Austral