

Desmaterialización de títulos seriados

Gastón Certad*

SUMARIO

1. Sobre el porqué se ha incursionado hacia la "desmaterialización" de los títulos-valores en masa o en serie. 2. El concepto de desmaterialización y sus distintas gradaciones en los ordenamientos jurídicos contemporáneos. 3. La "desmaterialización total obligatoria". Sus características. La desaparición del documento en las experiencias francesa y danesa. La inscripción en los registros contables. La posición del "tenedor del título". 4. La "desmaterialización total facultativa". La C.C.D.V.T. francesa y la S.E.G.A. suiza. Desmaterialización total de los effets de commerce y pérdida de su naturaleza cartular. 5. La "desmaterialización de la circulación". Experiencia común de los sistemas occidentales. Carácter facultativo u obligatorio pero reversible. El modelo alemán de la *Girosammelverwahrung* y su difusión. Principales diferencias entre los distintos sistemas con especial énfasis en nuestro certificado múltiple y el sistema de la CEVAL (Central para el Depósito de Valores): a) "centralización² de los títulos al portador e ingreso de los títulos en el sistema; b) naturaleza de la relación depositante-depositario; c) naturaleza del derecho del titular en relación a los títulos administrados por la Central; ch) titularidad de los valores en depósito y posibilidad de una adquisición "cartular" dentro del sistema; d) certificados acumulativos y certificados "a impresión diferida"; e) necesidad del consentimiento del emisor; f) un solo gestor o varios gestores; g) legitimación para el ejercicio de los derechos del título: las certificaciones extendidas por el gestor central en los sistemas occidentales y el "desdoblamiento³ del libro de los socios en el sistema japonés. 6. Nominación fiduciaria de los títulos al gestor central. Ausencia de una verdadera y propia "desmaterialización⁴. El TALISMÁN inglés y la utilización del esquema del trust. 7. Las "acciones en sentido único" suizas. Forma de "desmaterialización" impropia. Documentos que carecen de la naturaleza de títulos-valores. Conclusiones.

1.- En la economía moderna, la sociedad anónima ocupa y desempeña una función esencial, cuya trascendencia aumenta progresivamente en las economías en expansión o desarrollo. La proliferación de sociedades anónimas con elevadas cifras de capital, ha ocasionado una masiva aparición de acciones y obligaciones -y, en nuestro país, de certificados de inversión-, cuya presencia ha determinado, en los grandes mercados bursátiles, un congestionamiento sin precedentes. Esos centenares o miles de millones de títulos en masa exigen, evidentemente, una compleja manipulación para su administración y una enorme movilización para su transmisión.

Estas acciones y obligaciones, concebidas jurídicamente como títulos-valores y como bienes muebles corporales, tienen un valor patrimonial concreto, en virtud del cual deben ser transmisibles, porque la economía moderna exige, o más bien presupone, la transmisibilidad de todo lo que ostenta un valor económico. Por otro lado, desde un punto de vista jurídico, las condiciones de miembro o acreedor de una determinada sociedad anónima, se "incorporan" a un documento (acción u obligación), precisamente porque es necesario dotar de agilidad, seguridad y certeza la transmisión del valor o valores que el documento materializa y representa. Estos documentos de los que venimos discutiendo, no sólo permiten transmitir fácilmente el valor o valores que incorporan, sino que, además, sirven para facilitar el ejercicio de esos mismos valores o derechos.

Las anteriores consideraciones explican por qué las acciones y las obligaciones han determinado a lo largo de su evolución tres realidades concretas: a) ser objeto de transmisión inter vivos y mortis causa, de depósito, de prenda, de usufructo y de co-propiedad, esto es, en general, de distintos negocios jurídicos mercantiles; b) su naturaleza y su especial función económica como instrumentos de acceso al mercado de capitales y de crédito determinan que su transmisión masiva se efectúe en mercados especiales (denominados bolsas y bolsines) y que su tráfico se reserve a profesionales

* Prof. Catedrático de la Universidad de Costa Rica y de la Universidad Autónoma de Centro América.

altamente especializados (bancos, puestos y agentes de bolsa); y c) su evolución y régimen jurídico exigen que para su transmisión y para el ejercicio de los derechos que incorporan es necesaria la posesión, mediata o inmediata, de las mismas.

Pues bien, el hecho de que las acciones y obligaciones sean títulos-valores que representan o tienen un valor patrimonial e incorporan derechos para cuyo ejercicio y transmisión es indispensable la posesión (mediata o inmediata) del documento en sí, explica por qué en la realidad del tráfico se exija la entrega material del título a su adquirente, depositario, acreedor pignoraticio o usufructuario, la exhibición y el depósito del título para el ejercicio de ciertos derechos o, lo que es igual, la entrega de sus cupones para percibir los intereses que el título genera.

Esta realidad y este régimen obligan a una constante movilización de los títulos y de sus cupones, que exige una complicada mecánica y una compleja manipulación a las grandes sociedades anónimas, movilización que recae, fundamentalmente, sobre los bancos -quienes tienen que entregar y recibir en sus carteras de depósito las mismas acciones y obligaciones que sus depositantes transmiten y adquieren, viéndose obligados a "cortar" el cupón de todos los títulos de que son depositarios varias veces al año- y los puestos y agentes de bolsa -quienes tienen que recibir y entregar materialmente los títulos que compran y venden por encargo de sus clientes y, además, cuando actúan como depositarios, deben proceder al corte y entrega de los cupones de los títulos que custodian-. Pero este complejo manejo de títulos realizado por los susodichos sujetos afecta, también, a la sociedad emisora de los mismos, la cual, para expedir las boletas de asistencia a sus asambleas generales y para pagar dividendos o intereses, debe proceder al tedioso recuento de los títulos y de sus cupones.

Con vista en todo lo anterior, podemos fácilmente comprender que la tradicional forma de operar, con la consiguiente práctica de movilizar y manejar materialmente los títulos y sus cupones, constituye, como bien lo señaló Garrigúez ya en la década de los sesentas, "una servidumbre que resulta en la actualidad prácticamente insoportable. Situación que se convertirá en impracticable, conforme el progreso y la expansión económica robustezcan el mercado bursátil, canalizando hacia él el ahorro que en la actualidad permanece en su margen exterior, y a medida que aquel progreso determine un inexorable aumento de las grandes sociedades españolas, cuyos capitales estén divididos en cientos de miles o incluso en millones de acciones".

Así las cosas, esa creciente movilización del mercado mobiliario exige a los intermediarios financieros, y particularmente a las personas jurídicas depositarias de títulos-valores en administración, cumplir con toda una serie de actuaciones conexas al uso del documento, actos que ellos no pueden cumplir con la rapidez necesaria, produciéndose, consecuentemente una parálisis del mercado.

De estas consideraciones se desprende, que si en un determinado momento histórico la realidad del tráfico exigió que ciertos derechos corporativos, patrimoniales o de crédito fueran incorporados a títulos-valores especiales (acciones y obligaciones) para dotar de facilidad, seguridad y certeza su transmisión, ahora parece absolutamente imprescindible ingeniar un procedimiento jurídico que (sin desconocer el régimen de tales títulos) permita una adecuada satisfacción a una novedosa exigencia económica: permitir la transmisión de estos títulos, así como el ejercicio de los derechos que incorporan, sin necesidad de movilizar, manipular, entregar y exhibir materialmente unos y otros. De ahí la necesidad de sustituir, en nuestro país, los normales mecanismos de transmisión cartular, basados en la entrega material y, para los títulos nominativos, en la modificación del contexto documental del registro del emisor, con una serie de operaciones contables de giro, adecuando el sistema a lo que desde ya hace tiempo se viene practicando en la gran mayoría de los países europeos y en Japón, gracias, sobre todo, al extraordinario desarrollo tecnológico de estos últimos años y, en particular, de la informática. Si en un determinado momento histórico en el Derecho Privado se sintió la necesidad de equiparar la transmisión de los créditos mercantiles a la de los bienes muebles corporales, en nuestros días parece indispensable, por el momento limitadamente a los valores mobiliarios, la pérdida de correspondencia entre la forma de circulación de estos y la de los bienes muebles materiales.

El logro de semejante resultado parece ligado a realización de dos presupuestos fundamentales:

- a) la "**desindividualizzazione**" de la posición del tenedor -como nos dice Martorano-, sustituyendo la situación posesoria, realizada directamente o mediante la detentación material atribuida a otros, por la intestación de posiciones o asientos contables, que reflejan sólo el género y la cantidad de documentos a que se tiene derecho. De este modo, el traspaso de títulos entre quienes participan en el sistema se puede hacer mediante un simple cambio de asientos contables; esto es, la denominada "economía del papel (paper crunch or paper work crisis)". Tal procedimiento parece compatible con la tutela del interés individual del tenedor, y con la finalidad de custodia de depósito, gracias a la fungibilidad que caracteriza a los títulos-valores en serie o en masa, ya sean al portador o nominativos, de donde el documento tiene un valor

perfectamente proporcional a la totalidad de los análogos títulos en circulación. De lo anterior se desprende que es totalmente indiferente que la restitución tenga por objeto los mismos ejemplares entregados en custodia, o bien otros del mismo género, siempre que se respete la cantidad de pertenencia; y

b) la concentración de la custodia material de los títulos en las manos de un único sujeto capaz, por un lado, de "administrarlos" y enfrentar las solicitudes de restitución material de los mismos, y, por el otro, de efectuar los traspasos mediante oportunos registros en débito y crédito en las cuentas individuales.

Si bien es cierto que ya la doctrina nacional ha incurrido en el análisis de estos temas (Anayansy ROJAS CHANG en un artículo escrito para la Revista Banca, Bolsa & Seguros, No. 8, y Héctor Román SABALLOS POMARES y Federico de Jesús TORREALBA NAVAS, en su Tesis de grado para optar al título de licenciados en Derecho del año '91), nos parece necesario machacar un poco más sobre los mismos, con la finalidad de sistematizarlos y aclarar ciertos puntos que no nos parecen ahondados satisfactoriamente por nuestros autores.

2.- Con el término "desmaterialización", de indiscutible origen francés, o "desincorporación", como gustan llamarlo algunos autores españoles (Garríguez, Uría) o "**decartolarizzazione**", como nos sugiere Martorano, se intenta describir un fenómeno que, a un nivel de aproximación generalísimo, podríamos encontrar en la pérdida de correspondencia entre formas de circulación de los valores mobiliarios y forma de circulación de las cosas muebles, dentro de los límites en que, naturalmente, semejante correspondencia existe en el régimen de circulación de aquellos "valores".

Este fenómeno que, al menos en sus expresiones más avanzadas, ha llevado al conocido autor alemán Meyer-Hayoz a hablar de "**Abschied vom Wertpapier**", y a los organizadores de una importante convención de Derecho comparado -la de Innsbruck de 1987- a distinguir con esta expresión la sección dedicada a los títulos-valores, es conocido en casi todas las experiencias jurídicas contemporáneas del mundo occidental y oriental. Lo encontramos, si bien en distintas formas y en varias "gradaciones", amén de nuestro país (Ley Reguladora del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio No. 7201 del 10 de octubre de 1990, arts. 38 y sigs.), en Italia (Ley 286 del 19 de junio de 1986), en Francia (art. 94-11 de la Loi de Finances n. 81 -1160 del 30 de diciembre de 1981 y el decreto n. 83/ 359 del 2 de mayo de 1983), en Alemania (en una ley de 1976), en Japón (Ley n. 30 de 1984), en España (decreto del 25 de abril de 1974), en Suiza, países en donde ha originado reflexiones doctrinales importantes y estimulantes sobre la función y la naturaleza del título-valor, no sin olvidar, por supuesto, a los países escandinavos (Noruega, por una ley de junio de 1985 y Suecia, por un proyecto de Ley de 1986), Dinamarca (mediante la ley n. 165 del 27 de abril de 1983), Holanda, Bélgica, Austria y, con modalidades particulares, en los países anglosajones en donde, por el contrario, las intervenciones de la doctrina son muy limitadas y de menos profundidad. Nos parece muy interesante notar que no en todos los países (como ha sucedido en Suiza, Holanda, Bélgica, Austria y, por supuesto, en los países anglo-sajones) se ha escogido la vía legislativa para introducir formas simplificadas y mecanizadas de transferencia y gestión de valores mobiliarios, dejándole a la praxis bancaria o bursátil la tarea de crear y regular autónomamente estos mecanismos (amén de que, en Japón y Alemania, el fenómeno nació en la praxis 10 o 15 años antes de su reconocimiento en sede legislativa).

Desde el punto de vista del derecho cartular el problema principal que parece surgir es si esos "valores", privados del soporte cartáceo, pueden todavía considerarse títulos-valores, o más bien, si tiene sentido llamar "cartulares" a derechos que ya no están materializados en una **chartula**.

Superada ya la teoría que pretendía encontrar en los "derechos (al) valor" una característica esencial, que no se perdía ni siquiera con la desaparición del documento, y reconocido que indudablemente nos encontramos frente, de cualquier manera, a una "pérdida de función" del instituto del título-valor, se trata ahora de examinar si fenómenos de este tipo permiten igualmente la aplicación de la disciplina circulatoria de los títulos-valores, particularmente en lo que respecta a la denominada autonomía de las adquisiciones.

La respuesta, como se verá, depende, en gran medida, de las soluciones que los distintos legisladores han querido dar a este nuevo fenómeno. Sin embargo, debemos reconocer que la experiencia ha demostrado cómo ha sido necesario, en la mayoría de los casos, crear un **ius speciale** para extender a la circulación mediante escrituras o asientos contables informáticos la disciplina de la circulación de los títulos mediante posesión o tenencia.

Podemos observar, en particular, cómo es constante la voluntad de los distintos legisladores de hacer sobrevivir la disciplina cartular, no obstante, la desaparición de la **chartula**, sólo con referencia a los títulos-valores en masa o en serie o, si se prefiere, a los comúnmente denominados valores mobiliarios. Menos constante, y más bien diríamos del todo excepcional -sólo conocemos el caso de Francia-, se ha manifestado en los legisladores la voluntad de legiti-mar fenómenos análogos en relación a los efectos de

comercio -y, más en general, a los restantes títulos-valores-, obligándolos así a salir, en su forma "desmaterializada", de la categoría de los títulos-valores, como ha sucedido, por ejemplo, en Francia en relación a **le lettres de change -relevé- magnétique**.

En realidad, de verdad, lo que nos impide dar una respuesta unitaria a esta cuestión es el hecho de que la "desmaterialización" se presenta en los distintos sistemas jurídicos con gradaciones de diversa intensidad, que la mejor doctrina ha clasificado, hasta ahora, en cinco categorías degradantes que van de la fórmula más intensa a la más débil. Veamos:

a) La forma más intensa es la de la llamada "desmaterialización total obligatoria", conocida hasta ahora, únicamente, por las experiencias francesa y danesa. Aquí asistimos a una fractura completa e irreversible del ligamen del derecho al papel y del derecho en el papel, poniendo en crisis la definición clásica de título-valor, pues el título desaparece definitivamente y el derecho que a él estaba incorporado se "materializa" sólo mediante una inscripción en un asiento contable.

b) Una forma (poco) menos intensa es la de la denominada "desmaterialización total facultativa", sólo conocida hasta ahora por la experiencia francesa. En esta hipótesis, la fractura derecho-documento es, al igual que en la anterior, completa e irreversible, pero se deja a la escogencia del tenedor del título si somete o no el documento que posee al sistema de gestión centralizada, lo que conlleva a que, junto a los títulos sin **chartula**, sobreviven títulos "verdaderamente cartulares".

c) Una variante menos intensa del fenómeno en examen está constituida por la llamada "desmaterialización de la circulación" del título-valor o, si se prefiere, "desincorporación de la circulación". En ella el título existe, pero es depositado (facultativamente) por su tenedor ante un gestor central y desde aquel momento circula, no ya al través del material **traditio** del documento, sino mediante operaciones contables de carácter informático. Estamos en esta hipótesis, como afirma Lener, ante una "desincorporación de la circulación del derecho de la circulación del documento, pero sin desincorporación del derecho del documento". Ejemplos de esta clase de "desmaterialización menor" hay infinitudes, pues se trata, indudablemente, de la forma más difundida universalmente: en este sentido se mueve nuestra Ley Reguladora del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio, arts. 38 y sigs., secundada por el Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores, S.A. para la Negociación de Títulos-valores, aprobado por su junta directiva en sesión No. 09/92, artículo 5, el 19 de febrero de 1992 y modificado en sesión No. 17/92, artículo 6 inciso e) el 13 de mayo de 1992 y aprobado por la Comisión Nacional de Valores en sesión No. 90/92, artículo 4, el 11 de junio de 1992, que en su artículo 3, inciso f) nos define í "corro electrónico" como "el sistema de negociado bursátil por medios computarizados" y que en su artículo 100 nos habla de "registrar el monto de título negociables, con el propósito de facilitar su negociación por medio de registros contables y sin transferencia física o material de documentos"; la citada ley; italiana del '86; la Ley de Mercado de Valores de México del 2 de enero de 1975; el Decreto español de 25 de abril de 1974, la experiencia alemana, la suiza y la japonesa.

Esta variante se divide a su vez en dos subvariantes la ítalo-germana, que prevee la emisión de los títulos que se depositan ante el gestor, y la suiza que prevé la no emisión de los títulos, los cuales pueden ser retirados del sistema de gestión centralizada sin haber sido nunca "metidos" en él.

ch) Una forma todavía menor es la de nómima fiduciariamente los títulos a favor de un único gestor. También en este caso el traspaso de los títulos de un fiduciario a otro se da sin el material **traditio** y la circulación de los títulos-valores se reduce a un ferióme no de mero cambio de asientos informáticos. Sin embargo, produciéndose estas operaciones con la "cobertura" de la nominación fiduciaria, este mecanismo no conlleva (aparentemente) problemas de naturaleza cartular, por lo menos mientras no se quieran ejercita los derechos que el título confiere. Un ejemplo de esta forma de gestión lo tenemos en el sistema inglés llamado TALISMÁN.

d) La última y anómala forma de "desmaterialización" la constituyen las denominadas Einwegaktlen de la experiencia suiza, con referencia a las cuales la sociedad anónima emitente viene casi a desarrollar ella misma, funciones de gestor central. La sociedad en lugar de los títulos ordinarios, puede emitir certificados "en sentido único" que incorporan la entera participación social de cada accionista. Estos certificados no están destinados a circular y, en caso de traspaso, se destruyen y sustituyen con otro título intestado a nombre del adquirente; si el traspaso es parcial, la sociedad emite dos (o más) nuevos certificados. Es importante apuntar que la doctrina no le reconoce a estos certificados suizos la condición de títulos-valores.

3.- La "desmaterialización" en su forma más completa y radical fue introducida en Francia con la ley financiera del 30 de diciembre de 1981, que entró a regir el 3 de noviembre de 1984. Pero lo cierto es que el ordenamiento francés ha conocido fenómenos de gestión concentrada desde el inicio de los años '40, cuando por ley de 18 de junio de 1941 se creó la C.C.D.V.T. (**Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres**), ley que imponía el depósito ante

la Caja de todas las acciones al portador de ciertas sociedades anónimas francesas, abriéndose cuentas corrientes a sus depositantes, quienes transmitían sustituidos sin necesidad de entregarlos materialmente ni movilizarlos, sustituyendo estas operaciones por las correspondientes anotaciones contables. Posteriormente, abandonada esta experiencia por causa de problemas técnicos contingentes, los bancos y colegios de mediadores crearon, por decreto del año 1949, la S.I.C.O.v.A.M. (**Société Interprofessionnelle pour la Compensation de Valeurs Mobilières**), ante la que, facultativamente para las sociedades francesas, debían esos profesionales depositar las acciones al portador; verificado el depósito, se abría la respectiva cuenta corriente, esto con la finalidad de inmovilizar los valores y sus cupones tanto en sus transmisiones como para el ejercicio de los derechos que unos y otros incorporan o representan. Más tarde, mediante decreto del año 77, la inscripción fue extendida a algunas obligaciones consideradas "fungibles".

Por su parte, la reforma del 81-83 le atribuye nuevas y más penetrantes tareas a la S.I.C.O.v.A.M., pero sin cambiar profundamente su estructura y sus funciones, que permanecieron más o menos iguales.

Así las cosas, cuando se transmiten "títulos" depositados, estos no se entregan materialmente al adquirente, si posee cuenta de depósito abierta en la **société**, sino que se le "abonan" los "títulos" adquiridos. Para el ejercicio de los derechos "incorporados" a los "títulos" depositados, la **société** expide a sus depositantes los correspondientes certificados de depósito que los legitima frente a la sociedad emisora. El sistema de depósito mediante la inmovilización de los "títulos" opera incluso frente a la constitución de garantías pignoraticias sobre los valores depositados en favor de tercero, caso en que, obviamente, no es necesario "entregar" los "títulos" al acreedor, ni mencionar en la póliza constitutiva de la prenda la numeración de los mismos.

El principio cardinal del nuevo sistema es que todos los valores mobiliarios emitidos en el territorio francés y sujetos a la ley francesa (con algunas excepciones), tanto nominativos como al portador, no pueden existir más en forma material. Ellos, según la expresión de la ley francesa, **ne sont plus matérialisés que par une inscription en compte**. Con lo anterior parece perder importancia la distinción entre títulos nominativos y títulos al portador, ya que la diferencia entre ambos se reduce al simple hecho de que para los primeros la inscripción es efectuada ante el emisor, mientras que para los segundos se efectúa ante un intermediario afiliado a la S.I.C.O.v.A.M.

La característica de los "títulos" al portador es, en este nuevo sistema francés, sólo la de ser (para la sociedad emisora) **titres anonymes**. Sin embargo, la ley sobre el ahorro de 1987 les ha concedido a las sociedades cotizadas en bolsa el derecho a pedirle, en cualquier momento, a la S.I.C.O.v.A.M. el nombre, la nacionalidad, la dirección y la cantidad de "títulos" de cada accionista que aparezca inscrito, con lo que se pierde además la función de anonimato del "título al portador" arriba apuntada, de donde la distinción entre las dos formas de inscripción nos parece hoy totalmente sin sentido.

La gestión de los títulos nominativos presenta dos modalidades: el denominado **nominatif pur**, respecto al cual la inscripción se efectúa directamente (y exclusivamente) ante el emisor; y el denominado **nominatif administré**, respecto al cual la cuenta de títulos es administrada por un intermediario habilitado y escogido libremente por el titular.

En cuanto a las modalidades de traspaso, todos los valores mobiliarios inscritos en cuenta, nominativos o al portador, se transmiten mediante un simple **virement de compte à compte** (art. 2 del Decreto), mediante instrucción escrita del titular o de su representante. En la hipótesis más simple -traspaso de títulos no cotizados en bolsa administrados en la modalidad "nominativo puro"- el vendedor envía al emisor **l'ordre de mouvement** y los **justificatifs** de la operación, y el emisor procede a transferir los valores vendidos de la cuenta del emisor a la del adquirente.

Por lo demás, no encontramos en la ley alguna norma que equipare los **efectos** de esta circulación meramente "contable e informática" a los efectos del traspaso de un valor mobiliario "de derecho común".

Claro que la total desaparición de la **chartula** elimina, de raíz, la posibilidad de una posesión de buena fe de parte de un tercero, y, por lo tanto, hace innecesario valorar si su adquisición goza o no de la protección cartular.

Sin embargo, parece lícito preguntarse si es admisible la adquisición de buena fe **a non domino** de un "valor" desmaterializado, a través de la operación de cuenta corriente. El problema no ha interesado particularmente a la doctrina francesa que se ha limitado genéricamente a lamentarse de las lagunas del sistema, dando por descontado que todo lo que no ha sido expresamente cambiado por el legislador, ha permanecido como antes. La razón de este "desinterés" debemos encontrarla en la estructura misma del sistema francés de los **papiers-valeurs**: en dicho ordenamiento jurídico no existe una categoría unitaria de título-valor comparable con la nuestra -sobre todo después de la reforma del '90-, la italiana o la alemana, pero sí existe una neta distinción entre **effets de commerce** y **valeurs mobilières**.

Así las cosas, los principios de la protección "real" del adquirente del título (que haya obtenido la posesión de buena fe mediante las formas establecidas por la ley) y de la protección "obligatoria" del portador de las excepciones oponibles a su dante causa, han sido expresamente sancionados en Francia sólo con referencia a los efectos de comercio y, muy particularmente, a la **lettre de change**, pero no en relación a los valores mobiliarios.

De ahí que se sostenga que la legitimación cartular (si podemos usar este término) tiene un doble valor: en las relaciones directas entre las partes vale como **presomption de titularité**, que puede ser destruida demostrando la nulidad de la relación fundamental; pero frente a terceros **assure la propriété**, haciendo nugatoria la acción de reivindicación de cualquiera que pretenda un derecho sobre el título.

Análogas incertezas se manifiestan también con referencia al ejercicio de los derechos sociales respecto a las acciones al portador "desmaterializadas", utilizándose generalmente **attestations** extendidas por el depositario, cuya eficacia legitimante nos parece bastante incierta.

El otro ejemplo de "desmaterialización total" lo encontramos en la legislación danesa. Ese sistema, que ha precedido a la reforma francesa, obliga, desde 1983, la gestión en cuenta de los títulos obligacionarios (en un principio sólo al portador) ante la **Vaerdipapircentralen**. En 1988 la "desmaterialización" alcanzó a los títulos accionarios cotizados en bolsa. Al igual que el sistema francés, el danés prevee dos tipos de registros, el del emisor o el de un intermediario.

Respecto al modelo francés, el danés presenta dos ventajas: por un lado, no habla de "títulos nominativos" y "títulos al portador", evitando confusiones; por el otro, el anonimato del accionista es verdaderamente tal en la segunda hipótesis, siendo conocido por el emisor sólo el nombre del intermediario, que está también legitimado a ejercer los derechos sociales.

4.- Esta forma de desmaterialización conlleva la libre determinación del tenedor del título de conferirlo o no en gestión centralizada: si decide conferirlo, ello implica, necesariamente, la supresión definitiva de la **chartula** y su sustitución por una inscripción o asiento contable. Si bien este esquema es fundamentalmente teórico, ya que no se han dado ejemplos en la práctica, es oportuno referirnos a él para superar algunas incertidumbres interpretativas.

Ante todo, es importante aclarar que si un sistema de "desmaterialización total" puede realizarse tanto donde se ha conferido la facultad de poner o no los títulos en gestión centralizada, cuanto donde se ha impuesto la obligación de hacerlo, él no puede, por el contrario, realizarse allí donde (también o únicamente se ha conferido la facultad de "retirar" los títulos del sistema, pues en este último caso estamos, como se verá, sólo ante una "desmaterialización de la circulación", que se efectúa tan sólo temporalmente y para los fines de la transmisión del documento, mediante una escisión entre el título y el derecho cartular, y hasta que el título no sea retirado por su titular; porque cuando documento es retirado, el derecho al papel y el derecho en el papel vuelven a coincidir. Lo anterior quiere decir que la reversibilidad de la "desmaterialización" es conciliable con la pérdida "total" de valor del documento.

La doctrina suiza ha considerado que el sistema S.E.G.A. es un ejemplo de esta forma de desmaterialización, y, por otro lado, la doctrina francesa ha creído ver el mismo en el período julio-agosto de 1949, cuando se sustituyó la C.C.D. V.T. con la S.I.C.O.V. Ai sin embargo, a nosotros nos parece que el verdadero ejemplo de título a "desmaterialización facultativa" se da en Francia, pero en el campo los efectos de comercio con la **lettre de change-relevé-magnétique**.

En ella -a diferencia de cuanto sucede a propósito de la **lettre de change-relevé** y del análogo **billet à ordre-relevé**, respecto de los cuales se presenta más bien un fenómeno de "desmaterialización de la circulación"- la desaparición de la **chartula** es total; véase la **lettre de change-relevé** se emite materialmente siguiendo las formas exigidas por el artículo 110 del **Code de Commerce**, para luego ser endosada a banco, que registra los datos de la misma en una banda magnética; desde ese momento su circulación se realiza mediante registros contables de los nombres de los sucesivos adquirentes. El mecanismo, sin embargo, no es irreversible, pues se puede siempre obtener (menos en teoría) la restitución del título. Lo mismo puede decirse del **billet à l'ordre-relevé**. Por contrario, la **lettre de change-relevé-magnétique** no es nunca emitida materialmente: el emisor se limita a transcribir en una banda magnética los datos que debían haber figurado en el título y luego entrega la banda magnética a un banco; desde ese momento **lettre** es manipulada directamente por el operador la cámara de compensación hasta el momento en que es (o no es) pagada. Tenemos entonces que, en esta hipótesis, se presenta un fenómeno de "desmaterialización total", pero que opera por libre escogencia del emisor de la cambial.

Este "efecto informático", nacido de la praxis bancaria y no de una evolución legislativa, ha sido una vez más excluido por la doctrina de la categoría de **effets de commerce** -y, por ende, de la de los **papier valeur-** y permanece entonces como una especie de

"construcción híbrida", no disciplinada por las normas del Code de Commerce y dejada a la reglamentación negocial.

5.- Hay "desmaterialización de la circulación" o, si se quiere, "desincorporación de la circulación" cuando -como hemos dicho- no existe una desaparición absoluta del documento. El título materialmente existe, pero es depositado voluntariamente por su tenedor o emisor para su administración centralizada, en un depósito dentro del cual -siendo fungible- puede circular (como "cuota" del depositante) sin la **traditio**.

Característica de este sistema es, entonces, la de "desmaterializar" la circulación de los títulos entre los depositantes -y sólo entre ellos- sustituyéndola por un asiento contable.

El depositante puede en todo momento retirar los títulos depositados del sistema. Si el sistema no fuera "reversible", la sobrevivencia de las **chartulae** tendría un valor tan sólo formal: no serían idóneas para una circulación posterior, lo que sería del todo análogo a su destrucción (dejando salva, naturalmente, la hipótesis de un regreso "abusivo" a la circulación).

Si bien el sistema es normal y generalmente facultativo, nada impide que se haga obligatorio, sin que por ello se desnaturalicen sus características.

Nótese que al momento del retiro el depositante no podrá pretender reobtener los mismos títulos por él depositados, porque se ha producido una "desindividualización" de los títulos en la masa, pero tendrá derecho a retirar títulos equivalentes de la misma especie de los depositados.

Este modelo, que mucho le debe a la construcción alemana de la *Girosammelverwahrung*, es el más difundido en las experiencias jurídicas contemporáneas, presentando en los distintos ordenamientos los mismos rasgos fundamentales, junto a (más o menos) leves diferencias.

Desde finales del siglo pasado, también en Alemania se sintió la necesidad de crear un sistema que redujera al máximo la movilización de los títulos al portador, para lo cual el **Bank des Berliner Kassen-Vereins** concentró e inmovilizó en sus cajas una gran cantidad de títulos depositados por sus clientes. Al efectuar el depósito, estos aceptaban recibir en restitución no necesariamente los mismos títulos depositados, sino otros tantos de la misma especie y calidad. Los depositantes no perdían la propiedad sobre el objeto del depósito constituido, pero esta propiedad se transformaba en una propiedad sobre una parte o cuota de la cartera de títulos de la misma clase y valor nominal detenida por la sociedad depositaria. Se constituía así un "depósito colectivo" (**Sammelverwahrung**) que permitía la inmovilización de los títulos, que eran sustituidos en sus transmisiones por los certificados expedidos por la entidad depositaria y, además, por los correspondientes asientos contables. Este sistema, nacido en el ya lejano 1882, carente de toda regulación legal y consagrado por la sola voluntad de las partes y por la práctica contractual, y generalizado después de la primera guerra mundial, fue reconocido, respetado y regulado por la Ley Alemana de Depósitos del 4 de febrero de 1937. La ley que actualmente regula este sistema en Alemania es del año 76 y no contiene, respecto al régimen anterior, variantes de fondo que ameriten ser comentadas aquí.

Acto seguido nos referiremos, en forma sintética, a esos rasgos fundamentales y a esas (más o menos) leves diferencias que líneas atrás mencionamos existen entre los distintos sistemas.

a) En cuanto al ingreso de los títulos en el sistema, no hay problema si los mismos son al portador; si son nominativos, deben estudiarse las modalidades de otorgamiento en gestión centralizada, pues la simple **traditio** resulta insuficiente.

Algunos sistemas han evitado el problema considerando únicamente dentro de este régimen a los títulos al portador. Otros, por el contrario y en forma mayoritaria, lo han previsto también para los títulos transmisibles por endoso, con dos modalidades distintas: en el sistema alemán, el título nominativo debe ser endosado en blanco (**Blankoindossament**), lo que equivale a permitir la administración del título como si fuera al portador, desde un punto de vista técnico; en el sistema italiano que, como el nuestro, no admite el endoso en blanco para los títulos nominativos, se adoptó una solución más compleja: los títulos son endosados al gestor central mediante un endoso **sui generis**, que debe, bajo pena de nulidad, mencionar la ley bajo la cual el mismo se efectúa; esta explícita mención sirve para aclarar que el endoso al gestor único (**Monte Titoli**) es un endoso "con efectos limitados", porque no le atribuye una legitimación cartular plena, ni en cuanto a un autónomo poder de disposición del título, ni en cuanto a una autónoma legitimación para el ejercicio de los derechos incorporados al título, en especial modo en lo concerniente a los denominados "derechos corporativos".

Refiriéndonos a nuestro sistema de la CEVAL, la ley no se cuestiona si son títulos al portador o nominativos y se limita a decir, en el inciso a) de su artículo 37, que la CEVAL podrá "recibir títulos en depósito" en el inciso b) siguiente, que la CEVAL podrá "prestar servicios de custodia, cobro, compensación, transferencia y liquidación de los títulos depositados" y, paralelamente, en su artículo 38, que "si en el propio acuerdo de emisión se autoriza, podrá entregarse en

depósito a la Central un solo **certificado múltiple**, comprensivo de todos los títulos de la emisión o parte de ellos". Lo mismo sucede con el Reglamento General de la B.N.V.

Pareciera que, si se tratare de títulos nominativos y siendo, como se verá más adelante, el depósito efectuado ante la CEVAL un depósito regular, los mismos deben ser entregados a la Central mediante un endoso no traslativo, es decir, con efectos limitados, tal y como en forma expresa lo reconoce el legislador italiano.

De lo anterior se desprende que nuestro sistema permite tanto el depósito directo de los títulos seriados ante la CEVAL, la que de ahí en adelante se encargará de custodiarlos, cobrarlos, compensarlos, liquidarlos y transmitirlos en operaciones o giros de cuenta a cuenta, por el sistema de asientos y, obviamente, sin el trasiego material de los mismos, como el depósito de ese llamado certificado múltiple en donde se concentran todos o una parte de los títulos que forman una determinada emisión.

Ahora bien; dirigiendo nuestra atención al certificado múltiple -que el Reglamento General de la B.N.V. parece llamar "macro-título" en su artículo 96-, una vez depositado el mismo, la Central puede efectuar sobre él las operaciones indicadas en el artículo 37 que afecten los "títulos" individuales en él concentrados, **sin que estos sean emitidos** y siempre que las respectivas operaciones se realicen exclusivamente por medio de la bolsa.

Si algún legitimado exigiere la emisión de algún título relativo a ese certificado múltiple, el emisor lo hará cancelando parcialmente el certificado ante la Central, lo que viene a confirmar la reversibilidad del sistema y a destacar el hecho de que no estamos en presencia de una "desmaterialización total".

La Ley faculta a la Central a emitir constancias de las operaciones realizadas sobre el certificado múltiple y, en general, sobre los títulos voluntariamente depositados ante ella.

b) Un problema de más difícil solución nos parece el de la determinación de la "naturaleza jurídica" del contrato que une al depositante con el depositario -resultando indiferente para estos efectos, que se utilice o no un intermediario- y, consecuentemente, el de la "naturaleza jurídica" del derecho que el depositante tiene frente a los títulos depositados y (o) frente al depositario.

Claro que éste es, esencialmente, un problema de calificación jurídica, bastante teórico, pero no por ello privado de importantes consecuencias prácticas: piénsese, vgr., en la incidencia del riesgo por pérdida de los títulos depositados o en la posibilidad de reivindicarlos, si el sistema contempla, como el nuestro (art. 41), la hipótesis de la quiebra del depositario.

Para nosotros el contrato es, indudablemente, un contrato de "depósito" o bien, con Ripert y Roblot, un contrato mixto que combina un depósito, como figura principal, con un mandato como figura accesoria o secundaria. Por el contrario, en los ya analizados sistemas de "desmaterialización total", al no existir un título en depósito, el contrato debe calificarse necesariamente como "un mandato".

En aquellos sistemas que prevén la emisión material de los títulos, el problema se reduce, entonces, a determinar si se trata de un depósito "regular" (con mantenimiento de la propiedad, o mejor aún, de la posesión por parte de los depositantes) o de un depósito "irregular" (con transmisión de la propiedad al depositario y nacimiento de un derecho de crédito **al tantumdem** en cabeza de los depositantes).

En casi todos los ordenamientos es el legislador quien da la respuesta, bien hablando de "copropiedad-de los depositantes -como el alemán y el japonés- y dando a entender, por ende, que se está ante un depósito irregular, bien calificando el depósito como regular -como hace el legislador italiano-.

En algunos casos, como en España, el legislador se expresa en forma neutra, hablando de depósito "especial", correspondiéndole a la doctrina demostrar de qué clase de depósito se trata. Es éste también el caso de nuestra ley. Somos de la opinión, con vista en algunas de sus disposiciones, que nuestro legislador está pensando en un depósito regular: el párrafo tercero del artículo 38 le confiere el derecho al tenedor de exigirle al emisor la emisión de algún título o títulos comprendidos en el certificado múltiple depositado; de acuerdo al artículo 39, al concluir el depósito la Central está obligada "a restituir al depositante títulos del mismo emisor, de la misma especie y de las mismas características de los que fueron depositados", norma que patentiza la "sustituibilidad" de los títulos y la circunstancia **sine qua non** de su necesaria fungibilidad para que el sistema mismo funcione; según el artículo 40 in fine "los depósitos constituidos en la Central se harán siempre a nombre del Puesto, institución u otro intermediario depositante, con indicación, en su caso, de cuáles son por cuenta propia y **cuáles por cuenta ajena**"; el artículo 42 establece que "si los títulos depositados estuvieren sujetos a sorteos para otorgar premios o reembolsos, los derechos y las cargas derivadas de la extracción corresponderán **al depositante**"; el artículo 43 dice que "**el depositante** será responsable de la autenticidad de los títulos, de su existencia legal y **de su derecho sobre el título**"; y, por último, de acuerdo al artículo 44, la Central está obligada a enviarle a los depositantes, por lo menos cada tres

meses, un estado de su cuenta, durante el período comprendido desde el último corte. La verdad es que todas estas disposiciones nos llevan a pensar que estamos ante un depósito en donde el depositante conserva su condición de titular de las cosas depositadas. En este mismo sentido se exteriorizan nuestros colegas Saballos Pomares y Torrealba Navas, quienes lo definen como un "depósito regular colectivo de bienes fungibles entre sí", afirmando que esta calificación i "encaja perfectamente" con lo dispuesto por el artículo 528 del Código de Comercio en relación al depósito de cosas fungibles. Esta tesis resulta sustentada, además, por el artículo 98 del Reglamento General de la B.N.V. que considera aplicable a este depósito las normas que regulan el "depósito mercantil regular con facultades de administración previstas en el Código de Comercio".

c) Otro asunto que ha preocupado a la doctrina es la determinación de la clase de derecho que ostenta el titular frente a los valores administrados por la Central. En los regímenes de "desmaterialización total", en donde los títulos adolecen de **chartula**, se afirma que al titular le corresponde sobre los mismos un derecho personal en su condición de mandante; en los demás, en la medida en que los títulos dentro del sistema, de alguna manera, han sido expedidos, el derecho del titular es, sin lugar a dudas, de carácter real.

ch) Otro problema importante es el de los efectos de la circulación mediante asientos contables sobre la adquisición de títulos en gestión centralizada.

Parece lógico pensar que, estando fundada la denominada "autonomía" de la adquisición de un título-valor en la posesión de buena fe del documento por parte del adquirente, esta disciplina no puede aplicarse en este caso en que la adquisición no se produce con la posesión. Sin embargo, este problema ha sido resuelto, en muchos sistemas, mediante una puntual intervención del legislador, que ha equiparado expresamente la circulación por asientos contables con la circulación por endoso (tal y como ha sucedido en Italia, España y Japón). A falta de esta equiparación, una adquisición de buena fe dentro del sistema de gestión centralizada no sería concebible, por lo que la intervención del legislador en esta materia se nos repela de esencia para garantizar la seguridad de las adquisiciones dentro de este sistema. Desgraciadamente, falta en nuestra ley dicha equiparación expresa, pero la praxis bursátil se ha venido dando en el sentido de esa equiparación.

d) Otra diferencia entre los distintos ordenamientos es la relativa a la emisión material de los títulos.

En el sistema suizo S.E.G.A. nos encontramos con las denominadas "acciones a emisión diferida", las que no son materialmente emitidas sino hasta el momento en que se solicita su retiro del sistema. Algo similar sucede con nuestro certificado múltiple.

Para nosotros no existe una gran diferencia entre no emisión de títulos y la emisión de un único título global (**Sammelurkunde** en Suiza, certificado múltiple macrotítulo en nuestro país y en los Estados Unidos de América) que incorpore todos los "títulos" en depósito de la misma especie.

El certificado múltiple, ciertamente no destinado a la circulación, es necesariamente "desmembrado" en el caso en que sea solicitada por algún legitimado la emisión y, consecuentemente, el retiro del sistema de uno o varios de los títulos que lo componen. Lo cierto es que este macro-título es un expediente utilizado por el legislador -y mucho antes que él, por la praxis bursátil- para poder tener formalmente una **chartula**.

e) Diferencias de menor grado, pero que inciden de alguna manera sobre la "gradación" de la "desmaterialización", las encontramos en la necesidad del consentimiento del emisor para que los títulos puedan ser administrados en forma centralizada, como parece suceder en nuestro sistema (art. 37 inc. a y 38 párrafo 1o. de la Ley), y de la concesión al tenedor del título de un verdadero y propio "derecho" a la gestión centralizada, lo que nos parece sólo sucede en el derecho japonés.

f) Otra cuestión importante sobre la que debemos referirnos es la existencia, en casi todos los sistemas, de un solo gestor centralizado ante quien se efectúa el depósito de los títulos y que es el organismo encargado, básicamente, de custodiarlos, administrarlos y transferirlos. La verdad es que sólo en Alemania no existe un único gestor central sino una pluralidad de **Kassenvereine** entre los cuales el tenedor de los títulos puede escoger.

g) Por último, tenemos los criterios de legitimación del depositante para el ejercicio de los derechos cartulares.

Las diferencias en este tema son verdaderamente notables. En algunos sistemas se prevee la emisión de "certificaciones" para los depositantes (Italia y Alemania); pero lo cierto es que, aún dentro de estos mismos sistemas la situación no es clara, pues mientras en algunos se considera la emisión de certificaciones de uso "general", en otros se habla de certificaciones para el ejercicio del derecho de voto...

Otros sistemas adoptan soluciones completamente distintas. La idea más original la encontramos en el Japón y consiste en un "desdoblamiento" del libro de registro de socios: por un lado existe el "libro ordinario", en el que están inscritos los accionistas cuyas accio-

nes están fuera del sistema y -para las acciones concentradas- el solo gestor colectivo (J.A.S.D.E.C.), considerado como un formal accionista; por el otro lado existe el "libro de los socios en sentido material", en el cual aparecen los accionistas que le han conferido sus acciones al J.A.S.D.E.C., y que es puesto al día en base a las indicaciones enviadas periódicamente por los depositantes. En este sistema la legitimación está dada por la inscripción en el libro ("ordinario" para quienes están fuera del sistema y "material" para los que están dentro), no habiendo entonces necesidad de certificaciones.

Existen, por último, sistemas que no prevén del todo formas particulares de legitimación para el ejercicio de los derechos sociales, considerando posible la sobrevivencia de las formas preexistentes.

En nuestro sistema, si bien la Ley no habla expresamente de la forma de legitimarse los titulares para el ejercicio de los derechos que les corresponden, le concede a la Central las facultades de "certificar los actos que realice en el ejercicio de sus funciones" (art. 37 inciso ch) y de "emitir constancias de las operaciones realizadas sobre el certificado múltiple" (art. 38 in fine), de cuyas potestades legitimadoras conservamos serias dudas. También se refiere a certificaciones y constancias el Reglamento General de la B.N.V. en su artículo 96.

6.- Una forma de desmaterialización impropia, sobre la que nos detendremos brevemente, es la que se presenta en el caso en que los títulos depositados son fiduciariamente puestos a nombre del depositario.

Lo cierto es que en esta hipótesis no se debería hablar propiamente de "desmaterialización", porque el fenómeno no tiene incidencia directa sobre la **chartula**. Sin embargo, resulta obvio que aquí, al igual que sucede en las demás hipótesis de "desmaterialización" hasta aquí analizadas, el traspaso de los títulos entre los depositantes se da sin la **traditio**, consistiendo en meras operaciones contables de giro.

Ejemplo de este tipo de gestión fiduciaria concentrada lo tenemos en relación a los títulos accionarios en el mundo anglosajón en el denominado sistema TALISMÁN; en él, el intestatario-depositario de los títulos es quien ejerce los derechos sociales, aunque si bien siguiendo instrucciones del depositante. Otro ejemplo lo encontramos al través del esquema de **trust**: además de los **unit** o los **investment trusts**, que son figuras que se asemejan a los fondos mutuos de inversión, abiertos y cerrados, podemos pensar en los **voting trusts**, en los cuales **the legal title to the shares is vested in trustees** y las acciones son intestadas al fiduciario-**trustee**, el cual, generalmente, percibe directamente los dividendos, para luego distribuirlos entre los "fiduciarios", y emite **voting trust certificates** a favor de los **equitable owners**.

La verdad es que seguir adelante por esta vía, dadas las limitaciones de este trabajo, no tiene mayor sentido, porque muchas y muy profundas son las diferencias entre nuestro esquema mercantil de la titularidad/legitimación y el esquema anglosajón de la **equitable ownership/legal ownership**.

7.- La última hipótesis de "desmaterialización", también de carácter impropio, es la de las **Einwegnamenaktien** o de las **actions nominatives á sens unique**, sólo conocidas en Europa en la praxis societaria suiza: la sociedad, en vez de emitir las normales acciones nominativas -que son, como se sabe, títulos-valores- emite uno de estos certificados, que incorpora por entero la participación al capital social de un accionista, sin perjuicio de que éste, en cualquier momento, pueda pedirle a la sociedad la emisión de los correspondientes títulos accionarios. Este certificado no está destinado a circular y, al momento de transferirse la participación social, debe entregársele a la sociedad, que lo destruye y emite uno o más nuevos certificados a nombre del o de los nuevos titulares. El certificado "en sentido único" carece, además, de valor legitimante: la sociedad paga los dividendos y permite el ejercicio de los demás derechos sociales sólo a quien resulta accionista de acuerdo al libro de registro de socios. En síntesis, este certificado no sirve para nada y constituye tan sólo un expediente para hablar de una **chartula**. Recurriendo a las categorías reconocidas por nuestro derecho cartular, este certificado no sólo no es título-valor, sino ni siquiera título impropio (pues no circula), ni documento de legitimación (pues no legitima).

Algo similar sucede con lo que nuestro Código de Comercio denomina "certificados provisionales y certificados o títulos definitivos" en sus artículos 133 a 136

Esta forma de "desmaterialización", que desde el punto de vista de la desaparición de la **chartula** nos parece más fuerte de la que se realiza -también en el Derecho suizo- con las denominadas "acciones a emisión diferida", encuentra su límite, precisamente, en la ausencia de un mecanismo centralizado de gestión de las acciones, que permita su circulación por medio de asientos contables. He aquí porqué se la ha considerado la forma más "débil" de "desmaterialización".

CONCLUSIÓN:

De lo anteriormente expuesto nos parece importante concluir que no llevan razón aquellos Autores harto pesimistas-como el argentino Héctor Alegría y mexicano Jorge Barrera Graf-, que han vaticinado,

ante la presencia del fenómeno de la "desmaterialización total", la desaparición u "ocaso" de los títulos-valores o aquellos otros que han sugerido, cuando menos, un cambio radical en los preceptos generales que rigen esta teoría (desaparición del principio de incorporación y surgimiento de un nuevo derecho crediticio fundado en la autonomía, autonomía que, para Barrera Graf, también desaparecería).

Nótese que el fenómeno de la "desmaterialización" en general, esto es, en todas sus gradaciones, sólo parece estar referido, por lo menos hasta el momento, a aquellos títulos-valores que el **Uniform Commercial Code** de los Estados Unidos de América denomina **securities** - especialmente los emitidos por las sociedades anónimas- de donde se desprende que se trata de una figura aislada que no creemos ponga en peligro los principios que la doctrina hoy considera como generales de esta clase de papeles comerciales (incorporación, con sus efectos de literalidad y autonomía, legitimación y circulación). Así las cosas, no creemos necesario, al menos por ahora, reelaborar la teoría general de los títulos-valores suprimiendo algunos elementos hasta hoy considerados esenciales, así como tampoco formular una teoría "especial" para los títulos "desmaterializados" en donde sólo se admitan aquellos principios que permitan su adecuación a la nueva realidad técnica e informática. Nos parece, con Anayansy Rojas, "...que la teoría de los títulos-valores no ha perdido vigencia con el advenimiento de la desmaterialización. Su carácter general permitirá a la doctrina mercantil readecuar su formulación primigenia a fin de adaptarla a las exigencias técnico-económicas de las postrimerías del siglo XX sin que por ello resulte desnaturalizada. Por lo demás cabe señalar que si bien es cierto el principio de incorporación necesitará readecuarse a un soporte informático o electrónico, la circulación como tal, resulta revitalizada en la medida en que el intercambio y la traslación de la riqueza se aceleran sin menoscabar la seguridad del sistema".

Ha quedado demostrado también que aún en aquellos grados de "desmaterialización" en los que ha desaparecido totalmente la **chartula**, el legislador, en muchos casos, y la doctrina en otros, tiende a soslayar el camino para que esos "documentos" sigan perteneciendo al vasto grupo de los títulos-valores. Claro que habrá que revisar ciertos conceptos, claro que habrá que hacer ciertos ajustes, en lo concerniente a los títulos de inversión y participación, sobre todo, pero de ahí a decirle a los títulos-valores **requiescent in pace** hay un largo camino que recorrer!