



- ◆ Trabajo realizado por el equipo de la Biblioteca Digital de la Universidad CEU-San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

El concepto de valor anotado en cuenta —una aportación a su construcción dogmática—

ALFONSO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS

Profesor Agregado de Derecho Mercantil de la Universidad San Pablo-CEU

SUMARIO: I. LA AUSENCIA DE UNA DEFINICIÓN DE «VALOR» EN EL TEXTO DE LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES. II. EL CONCEPTO DE «VALOR». EL CONCEPTO AMPLIO DE «VALOR MOBILIARIO»; LA IDENTIDAD CONCEPTUAL EXISTENTE ENTRE LAS EXPRESIONES «VALOR MOBILIARIO» Y «VALOR NEGOCIABLE». III. EL CONCEPTO DE «VALOR NEGOCIABLE» —O «VALOR MOBILIARIO»—. 1. La doble técnica seguida por el RD 291/1992 para la delimitación del concepto de valor negociable. 2. La recepción de los valores atípicos dentro del concepto amplio de valor negociable manejado por el RD 291/1992. 3. Los caracteres definitorios de los valores negociables. 3.1. El contenido patrimonial del derecho que el valor representa. 3.2. La agrupación en emisiones —EM LMV, número segundo; artículos 2 LMV y 4 RD 291/1992—. 3.3. La negociabilidad —EM LMV, número segundo; artículo 2 LMV—. 3.4. La unidad en la forma de representación. IV. EL CONCEPTO DE «VALOR ANOTADO EN CUENTA». 1. La anotación en cuenta como forma de representación de los valores negociables. El registro y la documentación, dos formas de representación de los derechos subjetivos. La llevanza informática del registro de valores es un instrumento técnico que no tiene cabida en la configuración conceptual de los valores anotados. 2. Los caracteres específicos de los valores anotados en cuenta. 2.1. El carácter esencialmente nominativo. 2.2. La irreversibilidad de la forma de representación. 2.3. La reserva de denominación. 2.4. La fungibilidad. 3. Definición propuesta de «valor anotado en cuenta». V. BIBLIOGRAFÍA.

I. LA AUSENCIA DE UNA DEFINICIÓN DE «VALOR» EN EL TEXTO DE LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO DEL MERCADO DE VALORES

Al igual que sucede con los títulos-valores, que no cuentan con una definición legal en nuestro ordenamiento¹, existe un silencio normativo por lo que se refiere al concepto de los valores anotados en cuenta.

¹ Si bien es éste un defecto del que adolecen todos los ordenamientos de nuestro entorno, menos el suizo, que contiene una definición de título-valor en el art. 965 OR (cfr.

Es más, tampoco encontramos por separado una *definición de valor*² y otra de *anotación en cuenta*. En la EM de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores —en adelante, LMV— se dice que «la Ley reposa sobre el concepto de “valores” o, para mayor precisión, de “valores negociables”» y, sin embargo, paradójicamente, la LMV se exige de definir éste, que acaba de declarar que es su fundamento, aduciendo que se trata de un «concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal»³. El concepto de valores que la LMV maneja —sin llegar a definirlo— es un *concepto amplio*, que da cabida tanto a los valores incorporados a títulos, como a los representados por medio de anotaciones en cuenta⁴; igualmente, este concepto incluye dentro de sí no sólo instrumentos como las acciones, las obligaciones y los valores de Deuda pública, sino también «las letras de cambio, los pagarés o cualquier otro que reúna las restantes características contempladas en la Ley»⁵⁶.

La LMV sí que se detiene en puntualizar cuáles son los *caracteres* que permiten delimitar los valores a los que se refiere la Ley⁷. Estos caracteres son dos: «su *negociabilidad* y su *agrupación en emisiones*»⁸. Pero, al igual que sucede con el concepto de valor, la LMV elude la definición de estas notas características⁹.

Por tanto, la LMV deja tan sólo apuntados unos trazos acerca de lo que son los valores negociables y las características que los identifican y queda enco-

EIZAGUIRRE, J. M. DE, «La opción por el concepto amplio de título-valor», en *RDBB*, 1995, n° 57, pág. 9, nota 1).

² Aunque, como veremos, después de la promulgación de la LMV, el RD 291/1992, en su art. 2, se enfrenta a la delimitación conceptual de los valores negociables.

³ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en VERDERA Y TUELLS, E. (dir.), *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, pág. 91; MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», en *DN*, Tomo 1990-1991, pág. 90.

⁴ Cfr. MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito», en *RDBB*, 1989, n° 36, pág. 90.

⁵ Vgr. letras emitidas en masa.

⁶ EM LMV, número segundo.

⁷ Es decir los «valores negociables», pues de las palabras de la LMV puede deducirse que existen dos categorías de valores: los *negociables* y los *no negociables* (cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pág. 90).

⁸ EM LMV, número segundo; art. 2 LMV.

Cfr. MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación...», *cit.*, pág. 705 y «La transmisión de valores», *cit.*, pág. 91.

⁹ Afirma la EM LMV, número segundo, que se trata de «dos características que la Ley no ha intentado precisar, pues se trata de temas de imposible concreción sin un casuismo que resultaría impropio de una disposición de rango legal».

Vid. MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación...», *cit.*, pág. 705 y «La transmisión de valores», *cit.*, pág. 90.

mendada a la doctrina y a los posteriores desarrollos reglamentarios de la Ley la labor de definición de estas realidades¹⁰.

II. EL CONCEPTO DE «VALOR». EL CONCEPTO AMPLIO DE «VALOR MOBILIARIO»; LA IDENTIDAD CONCEPTUAL EXISTENTE ENTRE LAS EXPRESIONES «VALOR MOBILIARIO» Y «VALOR NEGOCIABLE»

La llamada *crisis de los títulos-valores* fue un proceso que, en un principio, afectó tan sólo a los aspectos funcionales de los valores, pero la solución alternativa a los títulos, surgida como consecuencia de esa crisis, sí que afectó a la concepción de los valores¹¹. La representación de los valores por medio de anotaciones supone una ruptura con la concepción que la doctrina tenía de ellos hasta aquel momento, pues «en lugar de títulos-valores se van a crear valores sin título»¹². La construcción del concepto de valor anotado

¹⁰ «Se limita la LMV a ofrecer en su exposición de motivos las claves o coordenadas de la realidad económica subyacente a la que se desea hacer referencia con el término "valores"» (cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pág. 90).

Además «el término "valor" se emplea por la LMV —siguiendo la terminología usual del tráfico— de forma no siempre precisa, pues habla, por ejemplo, de Bolsa de Valores, cuando en este mercado no se negocian todos los valores, sino sólo una parte de ellos (V. art. 46 de la LMV)» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, pág. 30).

¹¹ Acerca de cómo la desmaterialización afecta a la concepción de los valores en Alemania, Francia e Italia, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, págs. 32 y ss.

ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS comenta que el concepto de *valores* introducido por la LMV supone una ruptura con los títulos-valores y observa que «dicha ruptura se produce como resultado del proceso de desmaterialización de los valores que se está produciendo en países de la Europa comunitaria (Italia, Francia)» (cfr. «La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España», en *RDBB*, 1990, n° 37, pág. 132).

¹² Cfr. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974, pág. 21; SÁNCHEZ CALERO, F., «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», en *VV. AA., Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pág. 198; SANTOS MARTÍNEZ se hace eco de esta expresión y, hablando de la actitud favorable de la legislación española ante las anotaciones en cuenta, comenta: «La posibilidad de los valores sin título adquiere así (...) un reconocimiento general» y, un poco más abajo, «...la propia Ley toma partido a favor de los valores sin título frente a los tradicionales títulos-valores» (cfr. «Valores informatizados»,

en cuenta ha de tomar como punto de partida el hecho histórico de la crisis de los títulos-valores y la desincorporación de los derechos y ha de entenderse como la unión del nuevo concepto de los valores mobiliarios —o valores negociables— y el concepto de anotación en cuenta, en cuanto forma de representación de esos valores.

En una primera aproximación, podemos preguntarnos acerca de los valores en sí mismos considerados —en su acepción más básica y, por tanto, más amplia—. Es decir, a qué realidad se refiere la expresión «valor», independientemente de que éstos se encuentren o no incorporados a un título, o de que sean calificados o no como valores negociables o mobiliarios. En este sentido, los valores pueden ser conceptuados como una *mercancía*¹³, o como un *producto*¹⁴, o —con más precisión— como *productos financieros*¹⁵. Para referirnos, por tanto, a esta acepción básica de los valores, podemos decir que los valores son *derechos*¹⁶. Y a esta realidad podemos entender que se encuentran referidas las notas características que establece la LMV para delimitar los valores que son

en *Congreso Internacional sobre la Reforma del Derecho contractual y la Protección de los Consumidores*, Zaragoza, 15-18 de noviembre de 1993, (manuscrito), pág. 25).

Contra BERCOVITZ, quien, en su propuesta de una nueva noción de título-valor, mantiene el título-valor como única categoría general, dentro de la que se incluyen «los títulos-valores cartulares, que se documentan en papel y responden a la noción tradicional, y los títulos-valores informatizados» (vid. «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pág. 90).

¹³ Así se manifiesta SÁNCHEZ ANDRÉS (en «La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras», en *RDBB*, 1990, n° 39, págs. 12-13), quien, haciendo uso de un término tan propicio para el ámbito del Derecho *mercantil*, concibe los valores como «una suerte especial de *mercancías*»; vid. también ALONSO ESPINOSA, F. J., «Las excepciones al ámbito de aplicación del RD 291/1992, sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables», en *DN*, 1993, n° 32, pág. 1.

¹⁴ Vid. MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», *cit.*, pág. 91).

¹⁵ ARROYO MARTÍNEZ, al prologar una edición de la entonces recién promulgada LMV y manifestando preocupación por la distorsión conceptual que la Ley podía provocar en el ámbito mercantil, decía «dejemos, pues, tranquilos a los valores y a los títulos-valores y llámenos simplemente *productos financieros* a esos valores que interesan a la ley del mercado de valores» (cfr. «Prólogo», *Ley del Mercado de Valores*, Tecnos, Madrid, 1988, pág. 16).

¹⁶ «Derechos que el titular ostenta frente a la entidad emisora y que pueden quedar centrados en torno a *pretensiones pecuniarias* —como es el caso de las obligaciones, bonos o valores afines —o tener un *alcance más complejo*— como ocurre con las acciones, que suponen la condición de socio de la sociedad emisora—» (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pág. 21).

BERCOVITZ habla también de la sencillez y amplitud del término valor, si bien lo hace criticando la expresión derecho-valor, a su juicio «poco clarificadora, por cuanto parece que, en principio, *todo derecho tiene un valor*» —el subrayado es nuestro— (cfr. «El Derecho del mercado de capitales», en *RDBB*, 1988, n° 29, pág. 86).

objeto de su ámbito, los valores negociables¹⁷, y para distinguirlos de los valores no negociables¹⁸.

El concepto de valor manejado por la LMV, difiere de la «*noción tradicional* y corriente de los valores mobiliarios como *títulos* emitidos en serie o en masa, que representan una parte o fracción de un negocio jurídico (empréstito, creación de una sociedad anónima o ampliación de su capital, etc.) y que otorgan a su poseedor los derechos y poderes que la ley y el negocio de la emisión le reconocen»¹⁹. El término valores mobiliarios y su contenido proceden de la expresión francesa *valeurs mobilières* y del concepto anglosajón *security*²⁰. El

¹⁷ Sin que ello llegue a influir en el concepto de valor negociable que estamos analizando, conviene, sin embargo, observar que el *ámbito* de la LMV va a ser ampliado más allá del actual, que comprende tan sólo «los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones» —art. 2 LMV—. En efecto, el proyecto de adaptación de la LMV a la Directiva de Servicios de Inversión de 10 de mayo de 1993 —que, con fecha de 8 de febrero de 1995, ha sacado a la luz la Dirección General del Tesoro y Política Financiera— da una nueva redacción al art. 2 de la referida Ley, de modo que el ámbito de ésta se amplía a todos los *instrumentos financieros* susceptibles de negociarse en los mercados de valores.

Sobre este particular, el art. 63.4 reformado LMV detalla que «la noción de “instrumento financiero” comprende, además de los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario, los instrumentos financieros a plazo, incluidos los futuros, los contratos a plazo sobre tipos de interés, los contratos de permuta sobre tipos de interés, sobre divisas o los ligados a acciones o a un índice sobre acciones y las opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos anteriores» (cfr. ZUNZUNEGUI, F., «Adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión», en *DN*, 1995, n.º 56, págs. 1-2). Acerca del concepto «instrumentos financieros» —que podemos manejar como un sinónimo del término *producto financiero*, al que nos acabamos de referir— comenta ZUNZUNEGUI que se trata de «derechos patrimoniales transmisibles en el mercado financiero» (*op. cit.*, pág. 2).

¹⁸ «Se entiende que existen dos clases de valores: *negociables* y *no negociables*. El legislador basa la regulación contenida en la LMV sobre el concepto de “valores negociables”» (cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pág. 90).

¹⁹ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pág. 91.

²⁰ SÁNCHEZ CALERO comenta que «tradicionalmente se venía utilizando dentro de nuestro ordenamiento, *sin duda por influencia del francés*, la expresión “valores mobiliarios” para referirse a los valores emitidos en serie o en masa que eran objeto de negociación en los mercados de valores» (cfr. «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 35).

Vid. también ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., «La actividad de gestión de valores mobiliarios...», *cit.*, págs. 116-117, donde se comenta la recepción de este concepto en el Derecho italiano, primero en la Ley de 7 de marzo de 1938, n. 141, arts. 2 y 45 y, más tarde, en la Ley de 7 de junio de 1974, n. 216, en cuyo art. 18 bis se recoge la siguiente definición de valor mobiliario: «cualquier documento o certificado que directa o indirectamente represente derechos en sociedades, asociaciones, empresas o entes de cualquier tipo,

Código de comercio de 1885, en su art. 67²¹, al delimitar cual sería la «materia de contrato en Bolsa», hacía referencia, en su número 1º, a «los valores y efectos públicos» y, en su número 2º, a «los valores industriales y mercantiles emitidos por particulares o por Sociedades o Empresas legalmente constituidas» y exigía de ellos que su *negociación* estuviese autorizada en las Bolsas de creación privada o estuviesen declarados *negociables* en las Bolsas de creación pública²².

italianos o extranjeros, comprendidos los fondos de inversión italianos o extranjeros; cualquier documento o certificado representativo de derechos relativos a bienes materiales o propiedad inmobiliaria, además de cualquier documento o certificado idóneo a conferir derechos de adquisición de uno de los valores arriba indicados, comprendiéndose también los títulos emitidos por los entes de gestión fiduciaria» (*op. cit.*, pág. 117).

Pero el antecedente de este concepto se encuentra en la definición de *security* —o, si se quiere, *investment security*—, contenida en § 2 (1) de la *Securities Act* de 1933 —que, en esencia, es muy similar a la referida en otros textos legales, como la *Securities Exchange Act* de 1934, § 3 (a) 10 (salvando algunas diferencias, apuntadas por LOSS [en *Fundamentals of securities regulation*, 2ª ed., Boston-Toronto, 1988, págs. 165-166, nota 1]; *vid.* también HAZEN, T. L., *Treatise on the Law of Securities Regulation*, Tomos 1, 2ª ed., Saint Paul-Minnesota, 1990, pág. 23; RATNER, D. L., *Securities regulation*, Minnesota, 1975, págs. 196-197), o la *Investment Company Act* de 1940, § 2 (a) 36—, y cuyo tenor literal es el siguiente: «*The term "security" means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to purchase, any of foregoing*» (*vid.* LOSS, L., *Fundamentals of securities...*, *cit.*, pág. 165).

Vid. distintos análisis de la interpretación jurisprudencial del concepto de *security* en STEINBERG, M. C./KAULBACH, W. E., «The Supreme Court and the definition of "security": the "context" clause, "investment contract" analysis, and their ramifications», en *SLR*, 1988, n° 20, págs. 3 y ss.; ALLEN, R. J., «Continuing confusion in the definition of a security: the sale of business doctrine, discretionary trading accounts, and oil, gas and mineral interests», en *SLR*, 1984, n° 16, págs. 65 y ss.; CARNEY, W. J./FRASER, B. G., «Defining a "security": Georgia's struggle with the "risk capital" test», en *SLR*, 1982, n° 14, págs. 503 y ss. y MURPHY, S. A., «Securities regulation -Is stock a security?», en *SLR*, 1982, n° 14, págs. 549 y ss. Especial atención merece la doctrina de la *United States Supreme Court* contenida en el caso *S.E.C. v. W. J. Howey Co.* —328 U.S. 293 (1946)—, que, a pesar de su relativa antigüedad, lleva a STEINBERG y KAULBACH a afirmar la «*Howey's continued vitality*» (*op. ult. cit.*, pág. 37).

²¹ Derogado por la DD de la LMV.

²² Cfr. SÁNCHEZ CALERO, quien, al tiempo que comenta la desafortunada redacción de este precepto, observa que «hablar de valores negociables no parece un invento de la LMV» (en «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 35).

Por su parte, la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro, en su art. 46, distingue los *valores mobiliarios* de los efectos de comercio atribuyendo a los primeros como característica diferenciadora el estar *emitidos en masa* —mientras que los segundos se emiten individualmente—. Esta expresión —«valores mobiliarios»— ha sido recogida por la vigente LSA²³.

Pero el concepto tradicional de valor mobiliario no es compatible con el concepto de valor manejado por la LMV —*valor negociable*—, ya que con el régimen establecido por la LMV los valores no siempre se encuentran unidos a un título²⁴. Además el concepto tradicional de valor mobiliario es más restringido que el de valor negociable, pues mientras que de éstos se dice que basta con que se encuentren agrupados en *emisiones* y que cuenten con una cierta *homogeneidad*²⁵, de aquéllos se exige que estén integrados en una *única serie* y que todos tengan *absoluta identidad*²⁶. Esta situación fuerza a pensar que o bien los valores mobiliarios son una realidad distinta de los valores negociables, o bien el concepto de valor mobiliario ha evolucionado y es un término sinónimo de valor negociable, que ya no responde a la acepción que tradicionalmente se le atribuía. La solución más acertada parece ser la segunda. Si no fuese así, la expresión valor mobiliario estaría haciendo referencia a una realidad desfasada, pues la concepción de los valores como instrumentos de idénticas características, agrupados en una única serie, hoy día ya se ha superado²⁷. Además, si ambos términos no fuesen equivalentes se generaría una discordancia cuando, por un lado, la LSA califica las acciones como valores mobiliarios²⁸ y, por otro lado, el RD 291/1992, expresamente²⁹, y la LMV, tácitamente, las califican como valores negociables³⁰.

²³ Que en su art. 51 observa que las acciones tienen la condición de *valores mobiliarios*.

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, págs. 35-36.

²⁴ El art. 5.1 LMV, al afirmar que «los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos», establece la doble modalidad de representación que es posible conforme al nuevo régimen establecido.

²⁵ Art. 2 LMV.

²⁶ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 36.

²⁷ Así SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 36). A este respecto, comenta el Autor que la que citamos como acepción tradicional de valor mobiliario se quedó estrecha «para describir los valores negociables en Bolsa (como se había demostrado con el “mercado de letras” organizado por las Bolsas españolas en los años 70 y 80, o en los de “pagarés de empresa”)» (*op. cit.*, pág. 21).

²⁸ Art. 51 LSA.

²⁹ Art. 2.1.a) RD 291/1992.

³⁰ Vid. URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho Mercantil*, 28ª ed., Madrid, 2002, pág. 264 —donde se opta por calificar las acciones como «valor mobiliario negociable»—; LOJENDIO OSBORNE, I., «La acción. Documentación y transmisión», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Derecho*

Los valores mobiliarios dejan de ser una subespecie de los títulos-valores³¹, dejan de estar comprendidos de forma exclusiva dentro del ámbito de los títulos-valores y se convierten en una realidad que podrá adoptar tanto la forma de título como la de anotación en cuenta³². Queda *eliminada la exigencia de la incorporación* del derecho al título como rasgo esencial de los valores mobiliarios³³. El concepto valor mobiliario es conducido hacia un ámbito más amplio en el que caben también aquellos valores para cuya representación no es necesaria, como elemento esencial la documentación o certificación del derecho: los *valores anotados en cuenta*.

En cuanto al calificativo «negociables», que la LMV, inspirándose en la terminología anglosajona³⁴, atribuye a los valores de los que se ocupa, puede entenderse que es una cualidad que también se expresa con el

mercantil, 7ª ed., Tomo I, Barcelona, 2002, pág. 272; ALONSO ESPINOSA, F. J., «Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones», en *RDBB*, 1992, n° 45, págs. 37-38; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas», en *RDM*, 1992, n° 203-204, págs. 150-151.

Con relación a la naturaleza jurídica de las acciones, conviene tener presente, sin embargo, como observa URÍA (en *Derecho Mercantil*, 28ª ed., *cit.*, pág. 265), que cuando no estén representadas ni por medio de títulos, ni por medio de anotaciones en cuenta, no tendrán carácter de valores mobiliarios.

³¹ Los valores mobiliarios, hasta el momento eran una categoría comprendida dentro de los títulos-valores; pues, en efecto, si se dividen los títulos directos adoptando como criterio clasificador la forma de emisión del título, la doctrina entiende que los *valores mobiliarios* son aquellos títulos que se emiten en serie o en masa, mientras que *efectos de comercio* serán los emitidos individualmente.

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. II, 25ª ed. (revisada con la colaboración de Juan Sánchez-Calero Guilarte), Madrid, 2003, págs. 10-11; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho mercantil*, 9ª ed., Madrid, 1991, pág. 596.

³² Cfr. MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación...», *cit.*, pág. 705 y «La transmisión de valores», *cit.*, pág. 90.

³³ En el concepto de valor mobiliario, que recoge para el Derecho italiano el art. 18 bis Ley n. 216 de 1974, se hace referencia repetidas veces al «documento o certificado» del derecho. Pero la doctrina italiana interpreta el requisito del *documento o certificado* del derecho, más que en sentido técnico, en un sentido amplio, pues de otro modo se quedarían fuera de la norma varias clases de valores. Se entiende que la exigencia del documento o certificado es un *elemento natural* de los valores, más que un *elemento esencial* de éstos (vid. LIBONATI, B., «Commento all'art. 12 della legge n. 77/1983», en *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, págs. 507 y ss.; VISENTINI, G., «I valori mobiliari», en RESCIGNO, P. (dir.), *Trattato di diritto privato*, Vol. XVI, Torino, 1985, pág. 709) y se resuelve hablando de *formas de documentación electrónica* de los valores (vid. STALLONE, F., «La forma dell'atto giuridico elettronico», en *Contrato e impresa*, 1990, n° 2, págs. 756 y ss.).

En el Derecho español no es necesario acudir a esas interpretaciones extensivas del término documento, pues se reconoce la posibilidad de que existan valores *no documentados*.

³⁴ Vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pág. 246.

término «mobiliarios», pues con éste igualmente quiere hacerse referencia a la *transferibilidad* de los valores —a su *negociabilidad*, en definitiva—, por lo que en ello encontramos un motivo más para hablar de la equivalencia de las expresiones valor mobiliario y valor negociable³⁵. La LMV podría haber hecho uso de la expresión «valor mobiliario» —en el sentido amplio que esta expresión actualmente tiene— y haber prescindido de introducir el término «valor negociable». En cualquier caso, ya que la Ley no ha procedido de este modo, lo que hemos de concluir es que ambos nombres se refieren al mismo concepto.

La introducción por la LMV del término «valores negociables» ha venido acompañada de la expresión admisión a «negociación» en Bolsa o en los mercados secundarios³⁶. Esto supone un empobrecimiento con relación a la expresión «admisión a cotización» ya que «la función tradicional característica de las Bolsas, no ha estado simplemente en la negociabilidad de los valores en ella contratados, sino en el dato importante de exigir el hacer públicos los precios de tales negociaciones, de manera que pudiera conocerse en todo momento su «cotización»»³⁷.

³⁵ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pág. 95 y «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, págs. 36-37; EIZAGUIRRE, J. M. DE, «El régimen de las acciones: documentación y transmisión», en *Jornadas sobre el nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, pág. 74.

Contra ALONSO ESPINOSA, F. J., «Intereses del inversor y Derecho del Mercado de Valores», en *RDM*, 1993, n° 208, págs. 434-435.

SANTOS MARTÍNEZ parece admitir que ambas expresiones hacen referencia a un mismo concepto, aunque, al mismo tiempo, concede una diferencia de matiz entre una y otra, pues entiende que «no hay que olvidar, empero, que una ley —la LMV— se ocupa de los mercados, mientras que la otra —la LSA—, preferentemente de las posiciones jurídicas de socio o de obligacionista» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pág. 21; *vid.* también *op. cit.*, pág. 24). Critica SÁNCHEZ CALERO que la LMV no haya acogido este nuevo concepto amplio de valor mobiliario y haya acudido al término valor negociable (cfr. «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 37; *vid.*, del mismo Autor, «Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores...», *cit.*, págs. 219 y ss.), que nos distancia de la terminología que es utilizada en el Derecho comparado —*valeurs mobilières*, en Francia; *valori mobiliari*, en Italia; *valores mobiliarios*, en Portugal—. Critica que en las traducciones de recientes Directivas de la Unión Europea se haga uso del término «valores negociables» —*vid.* directivas 89/298, 89/592, 93/22—, cuando en otras anteriores se había traducido acudiendo al término «valores mobiliarios» —79/279, 80/390, 85/611— (*vid.* «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 37).

³⁶ *Vid.* arts. 32 y ss. LMV y 29 y ss. RD 116/1992.

³⁷ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 38. Hace referencia este Autor al RD de 10 de septiembre de 1831, por el que se crea la Bolsa de Madrid, en el que ya se comenta la importancia del precio de cotización; también remite este Autor a las Directivas de la Unión Europea 79/272, 80/390, 82/121, 82/148 y 87/345, en las que se habla de «admisión de valores mobiliarios a cotización» (*op. cit.*, pág. 38).

Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Cotización (de valores)», en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, Madrid, 1995, págs. 1747 y ss.

III. EL CONCEPTO DE «VALOR NEGOCIABLE» —O «VALOR MOBILIARIO»

1. La doble técnica seguida por el RD 291/1992 para la delimitación del concepto de valor negociable

El concepto de valor negociable aportado por el art. 2 RD 291/1992³⁸ se caracteriza por haber recurrido a una doble técnica de delimitación. En su Exposición de Motivos el RD 291/1992 manifiesta que para este fin se ha servido de «la técnica de la *enumeración*, positiva y negativa, que se complementa con una *cláusula de cierre* que califica como valor negociable *“todo derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de*

³⁸ El texto de dicho artículo es el siguiente: «1. A los efectos del presente Real Decreto tendrán la consideración de valores negociables:

- a) Las acciones de sociedades anónimas y las cuotas participativas de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como de cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, “warrants” u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.
 - b) Las obligaciones y valores análogos representativos de parte de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquellos.
 - c) Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.
 - d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
 - e) Las participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza.
 - f) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.
2. No se considerarán valores negociables:
- a) Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.
 - b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.
 - c) Las aportaciones al capital de sociedades cooperativas de cualquier clase.
 - d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.
 - e) Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros».

tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera”³⁹ —EM RD 291/1992, párrafo segundo—⁴⁰.

La técnica seguida por el RD 291/1992 se acoge a un criterio distinto del que establecía la LMV para definir los valores negociables. La LMV dejaba señaladas las tres características esenciales de los valores, a modo de pautas para la definición que efectuase el futuro desarrollo reglamentario: la *forma de representación y régimen* —que podía ser tanto la de título-valor como la de anotación en cuenta—⁴¹, la *negociabilidad* y la *agrupación en emisiones*⁴². Sin embargo, el art. 2 RD 291/

³⁹ Vid., sobre el concepto de Mercado financiero, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Mercado Financiero», en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. III, Madrid, 1995, págs. 4280 y ss.

⁴⁰ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 38, donde se comenta que el resultado de la definición emprendida por el art. 2 RD 291/1992 no es del todo satisfactorio.

Vid. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Tomo III, Madrid, 1994, pág. 2119; FARRANDO DE MIGUEL, I., «El concepto de “valor negociable” y la aplicación en España de la cultura de la transparencia», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, Tomo I, (Introducción y títulos valor), Madrid, 1996, págs. 1222 y ss.; MADRID PARRA, A., «Contratación electrónica», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, Tomo III, (Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación), Madrid, 1996, págs. 2919-2920; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Valor negociable», en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, Madrid, 1995, pág. 6797; observa este Autor que «aun cuando todos los valores expresan o incorporan derechos subjetivos no cualquier derecho puede transformarse en un valor y mucho menos en valor negociable. Para que una posición jurídica pueda llegar a configurarse de ese modo ha de reunir una serie de *características*, entre la cuales destaca especialmente el que se refiera a facultades de estricto significado patrimonial, que permitan su tratamiento como “cosa”, y que resulten susceptibles no sólo de circular libremente por la corriente del tráfico sino de comprarse y venderse masivamente en un mercado público, conforme a puras variables impersonales de precio y cantidad» (*op. cit.*, pág. 6798).

⁴¹ Hablando de esta cuestión es cuando la LMV afirma que «se abandona (...) la *relación biunívoca* dominante hasta hoy entre el mercado de valores y los “títulos-valores” y que se produce «la *disociación del concepto de valores negociables de una determinada fórmula de instrumentación jurídica*».

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pág. 198; EIZAGUIRRE, J. M. DE, «Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores», en *RDM*, 1982, n.º 163, págs. 78 y ss.; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI (Derecho y Tecnología)», *La Ley*, 1991, n.º 2671, pág. 989; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992,

1992 presta bien poca atención a la descripción de las características que la LMV señaló y dedica la cláusula general a referirse de forma inconcreta al *contenido* — patrimonial— de los valores, a la *denominación* que reciban y a la forma de su *tráfico*⁴³; a esto se añade la doble lista de valores —con la que, por la vía del ejemplo, se intentan llenar las referencias al «contenido» de los valores y su «denominación»—: una lista abierta de valores que sí tienen la condición de negociables y otra lista de valores no negociables —que se procura completar con el contenido del propio RD, y especialmente con los arts. 6 y 7—⁴⁴. Esta es, en cierta medida, la técnica seguida en los ordenamientos estadounidense⁴⁵ e italiano⁴⁶.

2. La recepción de los valores atípicos dentro del concepto amplio de valor negociable mencionado por el RD 291/1992

Merece ser destacado, como un aspecto positivo de la definición contenida en el art. 2 RD 291/1992, el *criterio elástico* que ha seguido para la delimitación del concepto de valor negociable o mobiliario, que —a costa de una cierta imprecisión que no podemos elogiar— permite dar cabida a los nuevos valores —valores *atípicos*— que puedan surgir en los mercados financieros, tan creativos por lo que a este aspecto se refiere⁴⁷. Este rasgo del concepto de los valores

pág. 267 y 277; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», en *RGD*, 1989, n° 536, pág. 2662.

⁴² Vid. EM LMV, número segundo.

⁴³ Aspecto, este último, que podría haber dado ocasión de definir la *negociabilidad* de la que habla la LMV.

⁴⁴ «La enumeración negativa de los que no pueden considerarse como “valores negociables” es poco relevante, en cuanto que menciona una serie de supuestos sobre los que difícilmente podría haber duda alguna de que efectivamente no lo son» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 39).

Vid. también la comparación que hace este Autor entre la delimitación del concepto realizada por el RD 291/1992 y la que efectúa la Directiva comunitaria 89/298 (*op. cit.*, págs. 28-29).

⁴⁵ En la *sec. 2 (1)* de la *Securities Act* de 1933.

⁴⁶ Art. 18 bis L. de 7 de junio de 1974.

⁴⁷ «La atipicidad en el marco del Derecho de valores significa la existencia de ciertos valores respecto de los cuales el ordenamiento no predispone un determinado régimen jurídico “típico”» (cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos», en *RCDI*, 1991, n° 605, pág. 1852; vid. VALENZUELA GARACH, F., «Valores negociables, títulos-valores y atipicidad», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, Tomo I, (Introducción y títulos valor), Madrid, 1996, pág. 1389).

El Derecho español, por lo que a los valores se refiere, no parece acogerse al principio de *numerus clausus* (vid. las argumentaciones al respecto de FERNÁNDEZ DEL POZO, *op. cit.*,

mobiliarios aportado por el art. 2 RD 291/1992 es laudable, pues supone una forma de tutela del inversor, evitando que escapen de la norma algunos de los bienes jurídicos que se negocian en los mercados de valores⁴⁸. La amplitud de la cláusula general de la definición de valor mobiliario que analizamos pretende contrarrestar el problema de la ilegalidad de los valores atípicos⁴⁹.

La otra forma de evitar que los valores atípicos se escapen de la legalidad es elaborar un *régimen general* que permita acoger los nuevos valores que puedan surgir⁵⁰.

págs. 1853-1855). Nuestro sistema no se rige por la *fijación legal de tipos*, lo cual parece una actitud acertada ante éste que parece ser un *mal endémico* de todos los ordenamientos jurídicos, pues «este tópicos —el de la tipicidad de negocios, contratos o derechos— tiene la curiosa virtud de su aparición recurrente. Tan pronto acaba la doctrina por perfilar las notas distintivas de las diversas categorías típicas, aparece la crítica sobre la suficiencia de la clasificación dogmática. Pronto la discusión se apaga por el cansancio dialéctico y por una cierta conciencia compartida de futilidad» (*op. cit.* , pág. 1843). SÁNCHEZ ANDRÉS comenta la profusión de *productos derivados* de los valores mobiliarios, «que desde hace algunos años vienen protagonizando la parte más dinámica de la economía de nuestro tiempo» (cfr. «Derecho del Mercado de Capitales», en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, Madrid, 1995, pág. 2270).

Son interesantes —aunque referentes a un campo más restringido, como es el de los títulos de crédito— las observaciones acerca de la *tipicidad* realizadas por ASCARELLI (en «Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V libro IV del nostro codice», en *BBTC*, 1954, I, págs. 372-374 y 380-381).

Vid. también SPADA, P., «Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio», en *BBTC*, 1986, I, págs. 13 y ss.

⁴⁸ *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.* , págs. 34-35 y 46-47. En efecto, «junto a los valores mobiliarios tradicionales que se ofrecían públicamente a los inversores, han ido surgiendo otros valores “innominados” o “atípicos”, que son fruto de nuevos “productos financieros” surgidos, en parte, como consecuencia de la autonomía de la voluntad y de la preocupación de los emisores de obtener mayores recursos, y debidos también al propósito de los emisores de huir de la normativa rígida y de los controles existentes respecto a los valores mobiliarios “típicos”» (*op. cit.* , pág. 30).

⁴⁹ Es interesante el concepto de *tipo* que facilita FERNÁNDEZ DEL POZO, conforme al cual «el tipo se distingue de la noción general (...) por ser una asociación de elementos coordinados que se construye con un menor grado de abstracción» (cfr. «La atipicidad de los valores mobiliarios...», *cit.* , pág. 1851).

⁵⁰ «Aun cuando, como es evidente, el régimen de los valores representados mediante títulos y los representados en anotaciones en cuenta divergen de modo profundo, sí interesa hacer notar la conveniencia de la existencia de un determinado régimen general —por supuesto diverso— para unos (es decir, los títulos-valores) y para los otros (los valores anotados) precisamente para hacer frente a los nuevos valores —los atípicos— que la realidad del tráfico nos muestra de modo creciente» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.* , págs. 46-47; *vid. también* , del mismo Autor, *Instituciones de Derecho mercantil*, II, Valladolid, 1968, pág. 10; EIZAGUIRRE, J. M. DE, «Bases para una reelaboración...», *cit.* , págs. 7 y ss.).

Todos estos esfuerzos —sean de elaboración conceptual o de régimen— persiguen hacer valer el principio de seguridad jurídica —en este caso, que no haya valores sin régimen alguno—. Nada tiene que ver este esfuerzo con una pretensión de poner coto a la creación de nuevos valores⁵¹. Por el contrario, en nuestro Derecho rige el *principio de libertad de emisión* «sin necesidad de autorización previa, salvo en ciertos supuestos excepcionales»⁵².

No obstante, los perjuicios que se derivan del riesgo que genera la atipicidad de determinados productos financieros también han sido perseguidos por otra vía: la creación de la categoría genérica *instrumento financiero*, contemplada en los párrafos segundo y tercero del art. 2 LMV —añadidos por el art. 1.1 de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores—. Dentro de la categoría instrumentos financieros se da cabida a aquellas figuras que escapan del tipo valor negociable, a las cuales —dispone el párrafo tercero del art. 2 LMV— se les aplica por analogía el régimen de los valores negociables, como una forma de introducir seguridad en el tráfico⁵³.

3. Los caracteres definitorios de los valores negociables

La enumeración de caracteres de los valores negociables —o mobiliarios— contenida en la LMV se ha visto ampliada con los que, a su vez, señala el RD 291/1992. Estos caracteres son: 1º) contenido patrimonial del derecho que el valor representa; 2º) agrupación de los valores en emisiones; 3º) negociabilidad de los valores y 4º) unidad en la forma de representación.

3.1. El contenido patrimonial del derecho que el valor representa

Los valores negociables son *derechos de contenido patrimonial*. El titular del valor lo es en tanto en cuanto que ha realizado una previa inversión; el valor representa el derecho que ha nacido a su favor en virtud de ese acto. El sujeto

⁵¹ «Que interesa admitir, entre otras razones, dada la intercomunicación de los distintos mercados y la competencia entre ellos» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 47).

⁵² EM LMV, número 4; *vid.* art. 25 LMV.

⁵³ A este respecto, el párrafo décimo de la Ley 37/1998 habla del «elenco de instrumentos financieros comprendidos en el nuevo ámbito de la ordenación de los mercados, que sobrepasan la categoría de los valores negociables» y hace referencia, a título de ejemplo, a los «swaps», «fras», opciones, futuros, etc.».

obligado a contraprestar al titular será la entidad emisora de los valores. El contenido patrimonial del derecho puede ser *simple* —como son las pretensiones pecuniarias representadas por los pagarés, obligaciones, bonos, etc.— o *complejo* —como es el caso de las acciones—⁵⁴.

De modo habitual la finalidad buscada por el titular del valor es obtener una *rentabilidad* de su inversión, por ello es frecuente que los titulares de valores de carácter complejo —como las acciones— centren su interés sobre los derechos de contenido económico, sin prestar gran atención a los derechos políticos que el valor les atribuye.

3.2. La agrupación en emisiones —EM LMV, número segundo; artículos 2 LMV y 4 RD 291/1992—

Lo primero que nos sugiere este requisito es que los *efectos de comercio* quedan excluidos del ámbito de la LMV, los cuales, como es sabido, cuentan con su propia regulación en la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque⁵⁵.

De lo expresado en el número segundo EM LMV, vemos que el concepto agrupación en emisiones, desde una perspectiva sistemática, viene a ocupar el lugar del término *emisión en series*. Pero sería erróneo entender que lo sustituye: simplemente lo desplaza; en palabras de la EM LMV, número segundo, podemos decir que «*se ha abandonado* el concepto de valores emitidos “en serie”».

En las letras a), b) y c) del art. 2 LMV se detalla más el ámbito objetivo comprendido por los instrumentos financieros, si bien el legislador acude intencionadamente a fórmulas abiertas, pues su propósito es configurar un concepto amplio, que pueda acoger las futuras creaciones a las que dé lugar la llamada *ingeniería financiera* en su esfuerzo por desarrollar nuevos medios que satisfagan las necesidades de los mercados.

⁵⁴ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 43; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pág. 21, y, del mismo Autor, «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVARDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vols. 1, Madrid, 1994, pág. 392.

⁵⁵ La versión de 13 de enero de 1988 del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores, señala expresamente en su art. 3.3 que quedan exceptuados de la posibilidad de representación por medio de anotaciones en cuenta «las letras de cambio, pagarés y cheques regulados en la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque». Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios...», *cit.*, pág. 1855; MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación...», *cit.*, pág. 705.

La agrupación en emisiones es un concepto algo más amplio que la agrupación en series; esta segunda supone que todos los valores integrantes de la serie tengan idénticas características⁵⁶, por el contrario, entre los valores que integran una emisión bastará con que exista una cierta *homogeneidad*⁵⁷. En este rasgo se percibe, una vez más, el criterio flexible de la LMV, con el que busca dilatar los márgenes del concepto de valor mobiliario o negociable, pues afirma que «no hay razón para no considerar agrupados en una "emisión", de conformidad con las prácticas habituales de numerosos mercados financieros, instrumentos que puedan ser bastante heterogéneos en algunas de sus características económicas (vgr. plazo o tipo de interés) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente a las previsiones de la presente Ley» —EM LMV, número segundo—. La LMV también habla de *la difícil concreción legal del concepto de agrupación en serie*⁵⁸ y en ello encuentra un motivo más para abandonar este elemento como criterio delimitador del concepto de valor negociable⁵⁹.

El art. 2 LMV encomienda al desarrollo reglamentario de la Ley el establecimiento de «los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores negociables se entenderá integrado en una emisión». El art. 4.2 RD

No debe olvidarse, sin embargo, que pueden ser negociados en los Mercados de Valores. Cfr. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pág. 91; *vid.* «Normas sobre el mercado de letras de cambio en la Bolsa de Madrid», *RDBB*, 1981, n.º 1, págs. 157-168; «Normas sobre el mercado de pagarés de empresa en la Bolsa de Madrid», *RDBB*, 1982, n.º 8, págs. 847 y ss.; CALVO BERNARDINO, A./CUERVO GARCÍA, A./PAREJO GÁMIR, J. A./RODRÍGUEZ SÁIZ, L., *Manual de Sistema Financiero Español*, 14ª ed., Barcelona, 2001, págs. 124 y 127; TRUJILLO DEL VALLE, J. A./CUERVO-ARANGO, C., *El sistema financiero español*, Barcelona, 1985, págs. 138-139; VERDERA Y TUELLS, E., «Las actividades parabancarias. Innovación y desintermediación en el sistema financiero español», en RESTUCCIA, G. (dir.), *L'attività parabancaria*, Milán, 1987, págs. 165-166.

⁵⁶ *Vid.* POLO, A., «La admisión de valores a cotización oficial», en VV. AA., *Coloquio de Derecho bursátil*, Bilbao, 1970, pág. 58.

⁵⁷ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, págs. 43-44; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios...», *cit.*, pág. 1855.

⁵⁸ Ante esta afirmación del párrafo segundo EM LMV, ARROYO MARTÍNEZ (en *Prólogo*, *cit.*, pág. 15) muestra su sorpresa y desaprobación y remite a cualquier manual al uso, para comprobar que, en la doctrina mercantil, sí que existe una delimitación del concepto de emisión en serie.

⁵⁹ Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pág. 2662; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, págs. 21-22 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pág. 392.

Causa extrañeza en algún Autor que la LMV, además de no aportar una definición de agrupación en emisiones, utilice en su EM términos extrajurídicos —como el plazo o el tipo de interés— en el intento definitorio de este concepto (*vid.* ARROYO MARTÍNEZ, I., *Prólogo*, *cit.* pág. 15).

291/1992 viene a responder a este propósito. En este artículo se entiende que emisión será *el conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí*⁶⁰. En cuanto a la homogeneidad, efectivamente, los criterios manejados son varios. En primer lugar, los valores deben formar parte de una misma operación financiera o *responder a una unidad de propósito*⁶¹. La *naturaleza y régimen de transmisión* de los valores también deberán ser iguales. Por último, los valores deberán atribuir a sus titulares un *contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones*⁶².

El RD también se detiene en detallar *qué diferencias podrán existir en un conjunto de valores*, sin que por ello se vea afectada su homogeneidad. Así, en el art. 4.3 RD 291/1992 se hace referencia a la posibilidad de que sea diverso el importe unitario de los valores, o las «*fechas de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios; procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores; o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria. En particular, la homogeneidad no resultará alterada por el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o por la previsión de ampliaciones*»⁶³.

El art. 4 RD 291/1992, en su párrafo 4, añade a las observaciones de carácter positivo y negativo de los dos párrafos anteriores un comentario referido al caso específico de *programas de emisión continua o abierta de valores homogéneos*⁶⁴. Se incluyen en este supuesto los programas de emisión de pagarés de empresa⁶⁵, o de emisiones con periodo de suscripción indefinido o de larga duración. En estos casos «*el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a los efectos de poder considerar los valores*

⁶⁰ Partiendo del artículo referido, GONZÁLEZ CASTILLA define emisión como «*el conjunto de valores negociables, procedentes de un mismo emisor y de similar contenido jurídico-obligacional, que formen parte de la misma operación financiera o respondan a una unidad de propósito*» (cfr. *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999, págs. 216).

⁶¹ Esta unidad de propósito puede venir constituida incluso por la simple «*obtención sistemática de financiación*» —art. 4.2 RD 291/1992—.

⁶² Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 44; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, Madrid, 1994, pág. 1290; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pág. 152.

⁶³ Vid. EM LMV, número segundo, *in fine*.

Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Las ofertas públicas de venta...», *cit.*, pág. 1291.

⁶⁴ Vid. art. 6.2 RD 116/1992.

⁶⁵ Vid. EM LMV, número segundo, donde se hace referencia a la posibilidad de que instrumentos como las letras o los pagarés tengan la condición de valores negociables, cuando reúnan —como es el caso— las características que la Ley exige para este tipo de valores.

integrados en una misma emisión, podrán establecer límites al saldo vivo o importe de los valores emitidos, a la duración del programa de emisión o del periodo de suscripción, o a la diferencia máxima entre los plazos de amortización de los valores emitidos».

La homogeneidad existente entre los valores que integran una emisión permite que, cuando ésta sea completa, aquéllos sean tratados como bienes *fungibles*. La fungibilidad de los valores es fundamental para el régimen de transmisibilidad de éstos cuando se encuentran representados por medio de anotaciones en cuenta⁶⁶.

3.3. La negociabilidad —EM LMV, número segundo; artículo 2 LMV—

El propio término con el que se designan los *valores negociables* explicita que la negociabilidad es un requisito esencial delimitador de esta categoría de valores —en efecto, la negociabilidad y la agrupación en emisiones son las dos características más determinantes de los valores negociables⁶⁷—. La concurrencia o no de este requisito nos permite distinguir entre dos tipos de valores: los valores negociables y los no negociables⁶⁸. Tan sólo los primeros están comprendidos dentro del ámbito de regulación de la LMV⁶⁹.

La EM LMV presenta la negociabilidad como «algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos»⁷⁰. La LMV

⁶⁶ Vid. arts. 8.2 LMV y 17 RD 116/1992.

⁶⁷ Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., *La actividad de gestión...*, cit., pág. 132; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes": el sistema de anotaciones en cuenta de valores», en *RCDI*, 1989, n.º 593, pág. 1218.

⁶⁸ Cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», cit., pág. 90.

Vid. JAMES, J., *Richardson's Guide to Negotiable Instruments*, 8.ª ed., London-Dublin-Edinburgh, 1991, págs. 15 y ss.; este Autor distingue también entre «negotiable, quasi-negotiable and possible negotiable instruments» (*op. cit.*, págs. 17 y ss.).

⁶⁹ Vid. EM LMV, número segundo—donde, entre otras afirmaciones relativas a la negociabilidad de los valores, se comenta que «la Ley reposa sobre el concepto de "valores" o, para mayor precisión, de "valores negociables"»—; vid. también art. 2 LMV.

Vid. GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, cit., págs. 211-212, donde se hace referencia a determinados tipos de valores respecto de los cuales resulta comprometido predicar su negociabilidad.

⁷⁰ Vid. HAWKLAND, W. D., *Cases and materials on commercial paper and bank deposits and collections*, Brooklyn, 1967, págs. 3 y ss.; JAMES, J., *Richardson's Guide...*, cit., pág. 26 y ss.; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», cit., pág. 2662; MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación...», cit., pág. 705; SANTOS MARTÍNEZ, V.,

establece esta distinción entendiendo que la negociabilidad es una realidad de tintes más económicos que jurídicos. La negociabilidad «deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes»⁷¹. A este mismo aspecto se refiere el art. 2.1.f) RD 291/1992, cuando dice que los valores negociables deben ser susceptibles de «tráfico generalizado e impersonal».

Sin embargo, a la vista de la descripción de *negociabilidad* que nos ofrecen las dos normas citadas, parece que la negociabilidad *no supera el concepto de transmisibilidad*, sino que, por el contrario, se circunscribe dentro de él como un concepto más restringido: la negociabilidad hace referencia a una forma de transmisibilidad que no debe verse afectada por limitaciones o restricciones en el tráfico⁷². Esta particularidad se muestra en consonancia con las normas de admisión a negociación de los valores en los mercados oficiales, entre las que se encuentra la exigencia de que los valores no estén sometidos a restricciones en su transmisibilidad⁷³.

Esta ausencia de restricciones a la libre transmisibilidad permite el tráfico generalizado e impersonal al que nos acabamos de referir⁷⁴. Por unos y otros

«Valores informatizados», *cit.*, pág. 22 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pág. 393.

⁷¹ Cfr. EM LMV, número segundo.

Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios...», *cit.*, pág. 1855.

⁷² *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 44.

⁷³ Así, en el art. 27.f) D 1506/1967, de 30 de junio, por el que se prueba el Reglamento de Bolsas, se establecía como requisito para la admisión de valores a cotización «la inexistencia de restricciones estatutarias para la libre transmisibilidad».

En esta misma línea, la DA 1ª.4 RD 291/1992 preceptúa que «los valores que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad».

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 44; POLO, A., «La admisión de valores a cotización oficial», *cit.*, pág. 74.

⁷⁴ *Vid.* art. 2.1.f) RD 291/1992.

En este sentido, SANTOS MARTÍNEZ sí que encuentra diferencia entre los términos *transmisibilidad* y *negociabilidad*; pues por un lado puede situarse la «*transmisibilidad*» como concepto eminentemente jurídico en el que juegan un *tradens* y un *accipiens* determinados» y por otro la *negociabilidad*, «cargada de resonancias económicas, (...) en la cual quienes contratan responden a una imagen objetiva, casi impersonal, y en la que, además, en multitud de ocasiones, quedan en un segundo plano, desdibujados, si no preteridos, el verdadero titular-vendedor y el verdadero adquirente-comprador. Lo que ya venía sucediendo antes de esta ley, pues el agente de cambio y bolsa, en su actuación característica,

cauces lo que se pretende es facilitar la *objetivación* de los valores para que puedan ser negociados de forma ágil y segura en un «mercado de índole financiera»⁷⁵ —piénsese, además, en el caso de los valores anotados en cuenta, en la concurrencia de la fungibilidad de los valores con la negociabilidad de éstos, en el sentido en que la estamos comentando—.

3.4. La unidad en la forma de representación

Por disposición del art. 5.1 LMV los valores negociables o mobiliarios podrán representarse indistintamente por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. Tanto una como otra forma son igualmente hábiles para la representación de estos valores, sin que pueda afirmarse que la forma de representación es un elemento determinante o configurador de la esencia de los valores negociables⁷⁶.

Conviene tener presente, sin embargo, que algunos valores negociables, por exigencia de su propia naturaleza y régimen específico, habrán de acudir necesariamente a una u otra de estas dos formas de representación⁷⁷. Las letras de cambio, los pagarés o los certificados de depósito deben representarse por medio de títulos. Por su parte, todos aquellos valores que se negocien o pretendan ser admitidos a negociación en mercados secundarios habrán de representarse en forma de anotaciones en cuenta⁷⁸. Pero estas exigencias, repetimos, no inciden en la configuración de estos valores como negociables o no negociables.

Sin embargo, hay una nota que el art. 5.1 LMV sí que presenta como esencial al concepto de valor negociable y es que «la modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en la misma emisión»⁷⁹.

contrataba llamando el nombre del comitente.» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pág. 22 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pág. 393).

⁷⁵ En expresión del art. 2.1.f) RD 291/1992.

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 44.

⁷⁶ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, págs. 44-45; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pág. 22 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pág. 393.

A este respecto, con relación a las acciones, es muy claro el texto del art. 51 LSA: «Las acciones podrán estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. *En uno y en otro caso tendrán la consideración de valores mobiliarios*».

⁷⁷ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *Introducción al derecho de los Títulos-Valores...*, *cit.*, pág. 694, donde este carácter necesario u obligatorio de la modalidad de representación, se señala como una más de las notas específicas de estos valores.

⁷⁸ Arts. 31 LMV y 29 RD 116/1992 y DA 1ª.5 LSA.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 45.

Excepcionalmente, se admitirá que este principio se rompa en aquellos supuestos específicos en los que, siguiendo el procedimiento previsto por el propio RD 116/1992, se proceda al cambio en la modalidad de representación —art. 2 *in fine* RD 116/1992⁸⁰, en relación con art. 4 RD 116/1992⁸¹—⁸².

Es importante observar que la unidad de representación no es un requisito meramente formal. La forma de representación es una cuestión que tiene consecuencias de gran relevancia por lo que se refiere al *régimen de transmisión o circulación de los valores*, que será distinto en función de que éstos se representen por medio de títulos-valores o por medio de anotaciones en cuenta. Así entendido, resulta obvio que la unidad de representación sea uno de los caracteres definitorios de los valores negociables, pues, al referirse a aspectos operativos, determina, en gran medida, la *negociabilidad* que pretende predicarse de estos valores. El art. 4.2 RD 291/1992 hace referencia de modo indirecto a este aspecto, pues establece que uno de los criterios que determinan la homogeneidad de los valores es su igual naturaleza y *régimen de transmisión*⁸³.

Apoyándose en la uniformidad de representación de los valores, el legislador ha podido ordenar el tráfico de éstos, con miras a agilizar su circulación. En el caso de los valores anotados en cuenta, de otro modo no sería posible que éstos

⁷⁹ Art. 5.1 LMV; este principio es recogido también, bajo la rúbrica «Unidad de representación», por el art. 2 RD 116/1992.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 45; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, pág. 252-253; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *Introducción al derecho de los Títulos-Valores...*, *cit.*, pág. 688 y ss.; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pág. 1012; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *RDBB*, 1992, n° 45, pág. 270; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *DN*, 1992, n° 17, pág. 63.

⁸⁰ «La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se aplicará a todos los integrantes de una misma emisión, con las excepciones que deriven de lo previsto en este Real Decreto para el caso de cambio en la modalidad de representación.»

⁸¹ Especialmente expresivos de esta situación excepcional —en la que pueden convivir transitoriamente, dentro de una misma emisión, valores representados en forma de títulos y valores anotados en cuenta— son los párrafos 2 y 4 de este art. 4 RD 116/1992.

Vid. ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 254.

Vid. *infra* 3.2.

⁸² FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pág. 1220) observa que la representación de valores mediante anotaciones será «uniforme para toda la emisión (...) —sin perjuicio de la integración progresiva en el caso de transformación de un sistema de títulos a otro de anotaciones—».

⁸³ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Artículo 2.- Valores negociables», *cit.*, pág. 45.

se viesan revestidos de la fungibilidad que es necesaria para llevar a término las operaciones de compensación y liquidación⁸⁴.

IV. EL CONCEPTO DE VALOR ANOTADO EN CUENTA

1. *La anotación en cuenta como forma de representación de los valores negociables. El registro y la documentación, dos formas de representación de los derechos subjetivos. La llevanza informática del registro de valores es un instrumento técnico que no tiene cabida en la configuración conceptual de los valores anotados*

La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta supone abrir un capítulo nuevo —poner punto y aparte— con relación a los títulos-valores⁸⁵. La ruptura con los títulos-valores no es total, pues hay principios originarios del sistema cartular que son aplicables al sistema de anotaciones. Pero sí que se puede decir que los valores anotados han roto con los títulos-valores y su régimen en todos aquellos aspectos que, *en cuanto forma de representación de los valores*, habían convertido los títulos en un instrumento distorsionador del tráfico jurídico-económico.

Así, lo que se había llamado «razón biológica de los títulos-valores» —evitar los inconvenientes de la invisibilidad de los derechos subjetivos—⁸⁶, que constituyó el fundamento de la teoría de la incorporación del derecho al título —y, en general, de la dogmática de los títulos-valores—, se convierte en la antítesis del objetivo pretendido por el sistema de anotaciones. Conforme a los

⁸⁴ Arts. 8.3 LMV y 17 RD 116/1992.

⁸⁵ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)», en VV. AA., *Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil*, Madrid, 1979, págs. 217 y ss.

Esta concepción, que considera los títulos-valores y los valores anotados como dos categorías distintas, se ha denominado «Dualista». Frente a ella se encuentran quienes mantienen una «Teoría Unitaria», conforme a la cual el régimen de los valores documentados en títulos se puede adaptar a la realidad de los valores tabulares (*vid.*, con numerosas referencias a los Autores que defienden una y otra opinión, GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *Introducción al derecho de los Títulos-Valores...*, *cit.*, págs. 697-703; por su parte, GARCÍA-PITA desarrolla amplia y fundadamente su opinión al respecto —*op. cit.*, págs. 703-719—, manteniendo que los valores anotados son «verdaderos "títulos-valores"» —*op. cit.*, pág. 713—).

⁸⁶ Cfr. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Tratado de Derecho mercantil*, Tomo II, Madrid, 1955, pág. 13 y *Curso de Derecho mercantil*, Tomo I, 7ª ed., Madrid, 1982, pág. 721.

principios del sistema tabular, la *tangibilidad* de los derechos es considerada ahora como un lastre⁸⁷.

La anotación en cuenta, como forma de representación de los valores negociables, trae consigo, como principal aportación, la *desmaterialización de los valores*. Por tanto, en este aspecto —no así en los aspectos funcionales—, la anotación en cuenta se configura como el modelo antagónico del título-valor; todos los esfuerzos de la teoría de los títulos-valores por afirmar la corporeidad de los valores han sido desplazados por la necesidad de desmaterializar los valores. En consecuencia, *ya que los valores anotados no se encuentran conceptualmente vinculados a cuerpo material alguno, no es preciso seguir acudiendo a la estructura ni a la expresión metafórica de la incorporación* —por eso entendemos que expresiones como «incorporación no documental» o «incorporación inmaterial» no se corresponden con la esencia de los valores

⁸⁷ De ahí el recelo con el que fueron recibidos en un principio los certificados acreditativos —art. 12 LMV y 18 y ss. RD 116/1992—, pues podían constituir una puerta de acceso a la *reincorporación del derecho al título*, y la prevención y cautela con que se diseñó su régimen, para evitar cualquier posibilidad de que se convirtieran en nuevos títulos-valores —muestras de esa prevención son la sanción de nulidad que pesa sobre cualquier acto de disposición que tenga por objeto los referidos certificados (arts. 12.2 *in fine* LMV y 20.2 RD 116/1992) o el plazo de caducidad que lleva aparejado todo certificado para evitar cualquier peligro de olvidar la verdadera fuente y punto de referencia de la legitimación en el sistema de anotaciones, que es el *registro contable* de los valores, (arts. 12.4 *in fine* LMV y 21.5 RD 116/1992)—.

⁸⁸ ROJO FERNÁNDEZ-RÍO comenta que «la incorporación documental no agota las posibilidades de incorporación. El crédito —el *valor*— no queda desincorporado, sino incorporado a una base física distinta del documento. Al lado de la incorporación documental —*cuyo ámbito será mayor o menor según el concepto de documento que se tenga*— existe una incorporación documental. Si la incorporación documental es una incorporación material, la incorporación a una anotación en cuenta es una incorporación inmaterial» (cfr. «El sistema español de anotaciones en cuenta. [Análisis del Real Decreto Regulator]», en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pág. 108-109).

Criticando la tesis de quienes ven en los valores anotados una *incorporación no documental o inmaterial*, observa SANTOS MARTÍNEZ que «hay, en efecto, quienes han intentado interpretar las anotaciones contables informatizadas desde las concepciones de los títulos-valores, aunque haya que violentar a tal efecto las notas características (definidoras) de éstos. Mal se pueden explicar esas notas cuando se esfuma lo que es el núcleo central —la famosa «incorporación»—, en torno al cual giran y se justifican aquéllas. Y no deja de haber una buena dosis de convencionalismo cuando, a propósito de los valores representados por anotaciones contables, se habla de «incorporación no documental» o de «incorporación inmaterial», expresión esta última que entraña en el fondo una verdadera *contradictio in terminis*» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pág. 74).

Por su parte, OLIVENCIA RUIZ entiende que, roto el vínculo entre el derecho y el título, no tiene sentido referirse a las anotaciones en cuenta como *formas de documentación o materialización de los derechos* —como hacen la Ley General Presupuestaria (RDL 1091/

anotados—⁸⁸. Con mayor motivo resulta impropia la expresión «Deuda del Estado *materializada en anotaciones en cuenta*», utilizada por las primeras normas que introdujeron entre nosotros esta forma de representación de los valores⁸⁹.

El modo de alcanzar la desincorporación⁹⁰ ha sido la *representación registral* de los valores. Entendemos que es un error atribuir a la informática el mérito de la nueva concepción de los valores como valores desmaterializados. Por supuesto que el tratamiento informatizado de la información ha jugado un papel fundamental en este proceso, pero la suya ha sido una función técnico-instrumental. Lo que ha permitido que, desde la lógica jurídica, se afirme la desmaterialización de los valores ha sido la *configuración de un sistema registral específico*⁹¹ que, gracias a la atribución *de fuerza constitutiva a las inscripciones registrales* relativas a valores negociables y sin necesidad de servirse de la representación documental, permite la constitución de los valores como bienes inmateriales y el ejercicio de los derechos que de ellos se derivan⁹².

1988, de 23 de septiembre) o la Ley 21/1986, de 23 de diciembre de Presupuestos Generales del Estado para 1987— (cfr. «La incorporación del derecho al título y su desincorporación. (Análisis histórico dogmático)», en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, págs. 28-29).

Vid. también PARICIO SERRANO, L., «La evolución del título-valor y el artículo 1.384 del Código civil (Comentario a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 de mayo de 1987)», en *RDBB*, 1988, n.º 31, pág. 683.

⁸⁹ Así se expresa, por ejemplo, el art. 4.1.A.b) de la Ley 46/1985, en el que se lee: «La suscripción y transmisión de la Deuda del Estado *materializada en anotaciones en cuenta* no precisará la intervención de Fedatario público. El Gobierno establecerá el régimen aplicable a la Deuda del Estado *no materializada en títulos-valores*».

Esta terminología empleada por nuestro Derecho positivo influyó, casi de modo inevitable, en nuestra doctrina: así ORTEGA (en «Los pagarés del Tesoro: un nuevo instrumento de deuda pública», en *RDBB*, 1983, n.º 9, págs. 119-120) afirma que las emisiones de Deuda Pública «pueden *materializarse en anotaciones en cuenta*».

⁹⁰ Concepto éste en torno al cual—entiende PAZ-ARES— se agrupan «todos aquellos fenómenos, tanto fácticos como normativos, por virtud de los cuales la existencia, la transmisión o el ejercicio del derecho se desgaja o independiza, en mayor o menor medida, de la producción, de la tradición o de la presentación del título en que tradicionalmente se hallaba documentado» (cfr. «La desincorporación de los títulos-valor. [El marco conceptual de las anotaciones en cuenta]», en VV. AA., *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995, pág. 90).

⁹¹ Un *sistema registral que habitualmente se gestiona por medios informáticos*, pero no simple y llanamente un *sistema informático*.

Un parecer distinto, en el que el mérito del sistema de anotaciones en cuenta es atribuido a la informática antes que a las normas del Derecho registral, en LOJENDIO OSBORNE, I., «La acción. Documentación y transmisión», *cit.*, pág. 239.

⁹² En cuanto a la ausencia de medios documentales en el sistema de anotaciones, ha dado mucho que pensar y ha ocasionado críticas—cuestionando la coherencia lógica del sistema

En el plano teórico —y es en éste en el que debemos movernos al configurar dogmáticamente los valores anotados—, no es preciso que el registro sea llevado por medios informáticos, es indiferente que los registros se lleven con libros de papel o recurriendo a la informática. La lógica de los valores anotados en cuenta debe fundamentarse en categorías jurídicas, como son los principios del Derecho registral. La instrumentación técnica de la llevanza de los registros es de innegable importancia para la plasmación práctica de la teoría de los valores anotados, pero no tiene cabida dentro del discurso sobre el concepto y naturaleza de estos valores.

Somos conscientes de que, en la práctica, la gestión de las anotaciones en cuenta se lleva por medios informáticos, pero nos parece equivocado construir el concepto de anotación en cuenta fundamentándolo en la informática, cuando ésta tiene tan sólo una función accesorio, instrumental e, incluso —hipotéticamente—, sustituible. En los arts. 5 a 12 LMV, en los que se configura el régimen de los valores anotados, no se hace mención alguna de la informática —tampoco en los arts. 11 a 17 RD 116/1992, que, bajo el título «Régimen jurídico de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta», integran la sección tercera, del capítulo primero, de su título primero—. Aparece una referencia a la informática en el art. 24 RD 116/1992 cuando al ocuparse del libro diario de inscripciones, establece, con carácter potestativo, que «la Entidad encargada o adherida llevará un libro o fichero informático de inscripciones». Cabe, por tanto, la posibilidad de que las anotaciones en cuenta sean llevadas en un libro de papel, pues para la concepción dogmática de las anotaciones en cuenta es indiferente que las inscripciones se efectúen en un libro de papel o en un fichero informático —por supuesto que no nos cabe duda acerca de las ventajas de la informática y de la conveniencia de optar por ella a la hora de llevar los registros contables de valores; pero, insistimos, aquí lo que pretendemos es disociar el plano práctico del teórico y afirmar que, en éste segundo, la informática es prescindible—. Por lo demás, conviene también observar que la necesidad de dotar de operatividad al sistema ha llevado a exigir que en los mercados

de anotaciones— el recurso a los *certificados* para la acreditación de la legitimación registral —establecido por el art. 12 LMV y desarrollado en los arts. 18 y ss. RD 116/1992— así como la exigencia de otorgamiento de *escritura pública* para proceder a la inscripción constitutiva de los valores en el registro —arts. 6 LMV y 6 y ss. RD 116/1992—.

SANTOS MARTÍNEZ destaca que «la necesidad que en el tráfico jurídico —en las relaciones intersubjetivas de naturaleza económica, en general— se siente de servirse de un apoyo documental escrito, distinto o separado del simple registro magnético, se rebela contra un sistema que pretendiera ser pura y simplemente informatizado.

«Y así, el art. 12 LMV ha de volver al documento, pese al gran intento de escapar de él. Lo que ocurre es que ahora se trata de un documento probatorio.» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pág. 67 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pág. 485).

ALONSO ESPINOSA, concede a los certificados una fuerza mayor —en nuestra opinión— que la que el legislador ha querido atribuirles y, comentando el régimen de las acciones anotadas, afirma que los certificados del art. 12 LMV «suponen, en realidad, la *forma jurídica de "materializar" las acciones representadas informáticamente*» —el subrayado es nuestro— (cfr. «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pág. 61).

Vid. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad», en *RDBB*, 1993, n° 50, pág. 390, donde se hace referencia a los certificados, destacando los «recelos que están generando»; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la "Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles"», en *RGD*, 1992, n° 571, pág. 2850.

secundarios —en los que el volumen de las operaciones es siempre elevado— la llevanza de los registros sea informatizada⁹³.

El *registro* ha jugado dentro del sistema de anotaciones en cuenta la misma función que jugó la *documentación* en el sistema de títulos-valores. Ambos son *formas de representación de los derechos subjetivos*. La informática, sin embargo, no es sino un instrumento técnico que permite la llevanza del registro de anotaciones⁹⁴. La informática no es una categoría o institución jurídica, por lo que no parece adecuado construir la doctrina de los valores anotados en cuenta sobre la base de la informática. La verdadera fundamentación de la dogmática de los valores anotados en cuenta no se encuentra en la informática, sino en el registro, o, mejor, en los principios registrales⁹⁵.

En la doctrina de los títulos-valores el acto de la impresión del título tan sólo ocupa un segundo plano. El primer plano dentro de la argumentación o discusión jurídica se concede a la documentación, que es una institución jurídica. La *documentación* ocupa dentro de la teoría de los títulos-valores el mismo lugar que ocupa la *representación registral* dentro del sistema de anotaciones en cuenta —

⁹³ Este modo de tratar los valores es conocido en el modelo alemán como *EDV* —*elektronische Datenverarbeitung* (tratamiento electrónico de datos)— (vid. LÜTTICKE, K.-E., *Elektronische Verbriefung von Effektenrechten?*, Köln, 1981., págs. 221 y ss.).

⁹⁴ Instrumento utilísimo, toda vez que el registro de anotaciones en cuenta es un registro *contable*, dentro del cual la movilidad de los datos inscritos es muy frecuente.

⁹⁵ Por eso, en nuestra opinión, no resulta acertado el término «valores informatizados» utilizado por SANTOS MARTÍNEZ para denominar los valores anotados en cuenta (vid. «Valores informatizados», *cit.*, *passim*), pues resulta poco definitorio y descentra la atención hacia elementos que no ocupan sino un *segundo plano* en la configuración de estos valores. Nos sentimos en la obligación de observar que, en el contenido del referido estudio, este Autor, al margen del término adoptado para denominar los valores, formula argumentaciones muy acertadas sobre la naturaleza registral de los valores anotados en cuenta (*op. cit.*, entre otras, págs. 47 y ss.). Por lo demás, parece que este Autor ha abandonado el uso del término *valores informatizados* (vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*).

Por la misma razón, tampoco nos parece acertada la expresión utilizada por ALONSO ESPINOSA, quien se refiere a las anotaciones en cuenta como «formas de *documentación electrónica*, socialmente imperceptibles, consecuencia de la irrupción de la informática en el Derecho» —el subrayado es nuestro— (cfr. «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pág. 36; de la misma opinión que este Autor, y citado por él, vid. STALLONE, F., «La forma dell'atto giuridico elettronico», *cit.*, págs. 756 y ss.).

Tampoco compartimos la expresión «títulos valores informatizados» utilizada por BERCOVITZ (cfr. «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pág. 90), ni aquélla a la que acude DOMÍNGUEZ GARCÍA (en «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico», en IGLESIAS PRADA, J. L. [coord.], *Estudios Menéndez...*, Tomo II, [Sociedades mercantiles], *cit.*, pág. 1651) cuando distingue entre «representación documental» y «representación magnética» de los valores.

Vid. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., *Lecciones de Derecho Mercantil*, *cit.*, págs. 328 y ss.

ambas son formas reconocidas por el Derecho para la representación de derechos subjetivos y en este caso, concretamente, para la representación de los valores negociables—. Del mismo modo, se puede decir que la *informática* ejerce, dentro del sistema de representación tabular, una función instrumental semejante a la desempeñada por el *papel impreso* —y, si se quiere, por las distintas técnicas de impresión gráfica— en el sistema de representación cartular. La representación registral es a la representación documental lo que la informática es al papel y los procedimientos de impresión⁹⁶.

Por tanto, la anotación en cuenta se configura como una forma de representación de los valores negociables, que tiene una clara fundamentación en los principios registrales y que goza, sin embargo, de una identidad propia, que le permite distinguirse no sólo —por supuesto— de los títulos-valores, sino también del modelo de los registros jurídico-privados de bienes⁹⁷.

Lo que el legislador buscaba al dar paso a esta forma de representación de los valores era salir definitivamente de la crisis de los títulos-valores atacando el problema en su raíz misma: es decir, *sustituyendo* el título-valor por otro medio de representación de los valores⁹⁸. Si los principales problemas de la crisis del papel fueron la pérdida de agilidad y de seguridad en el tráfico de los valores, la anotación en cuenta tendrá que traer consigo una mejora en las referidas *agilidad y seguridad en el tráfico*. Por el momento, parece ser que así ha sido⁹⁹.

⁹⁶ La tipografía, el *off-set*, la serigrafía, la litografía son procedimientos técnicos con los cuales se puede imprimir documentos. Así como nunca se ha pretendido denominar los títulos-valores por medio de expresiones como podrían ser *valores serigrafiados* o *valores litografiados*, entendemos que tampoco deben admitirse expresiones como *valores informatizados* o *representación electrónica de los valores*.

⁹⁷ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, págs. 81-82, donde se comentan las diferencias entre los registros contables de valores y los registros de bienes —especialmente el Registro de la Propiedad—.

⁹⁸ Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pág. 97.

⁹⁹ Pero, además, el sistema de anotaciones en cuenta ha introducido en el Mercado de Valores algunas mejoras que van más allá de la simple resolución de los problemas derivados de la crisis del papel.

Tal es el caso del Sistema de Interconexión Bursátil —arts. 49 y ss. LMV—, que permite que aquellos valores que sean admitidos en el Sistema puedan negociarse simultáneamente en las cuatro Bolsas españolas. En la gestión de este Sistema la informática sí que ejerce una función insustituible, por eso la propia LMV —sin esperar a su desarrollo reglamentario— dispone en su art. 49 que el Sistema estará «integrado a través de una *red informática*».

Vid. TERCEIRO, J. B., *Estudio sobre el Mercado de Valores*, Madrid, 1988, pág. 171 —del Capítulo 7—.

2. Los caracteres específicos de los valores anotados en cuenta

La negociabilidad, la agrupación en emisiones, la unidad en la forma de representación y el contenido patrimonial del valor son características de los valores anotados, en la medida que lo son de los valores negociables —concepto más amplio que el de valor anotado en cuenta y en el cual se apoya la LMV para delimitar su propio ámbito de aplicación¹⁰⁰—. Estas características no se desprenden del acto de anotación del valor en la cuenta correspondiente, sino que le son propias, de modo antecedente, al valor negociable que pretende acceder a esta forma de representación. Pero, junto a éstos, existen otros caracteres que sí son específicos de los valores anotados en cuenta, en cuanto tales valores anotados. Son la *nominatividad*, la *irreversibilidad*, la *reserva de denominación* y la *fungibilidad*.

2.1. El carácter esencialmente nominativo

Tal como se encuentra configurado el sistema español de anotaciones en cuenta, todos los valores anotados adoptan necesariamente forma nominativa, o, mejor dicho —y así evitamos acudir a una terminología que es más propia de los títulos-valores—, *no cabe el anonimato* en la titularidad de los valores anotados tal como han sido configurados por nuestro ordenamiento¹⁰¹. La inscripción del valor en el registro contable a nombre de su titular impide el anonimato de este tipo de derechos: no son posibles las anotaciones en cuenta *al portador*¹⁰². A este respecto señala la DA 1ª.6 LSA que las Entidades encarga-

¹⁰⁰ Art. 2 LMV.

Valor negociable es un concepto más amplio que valor anotado en cuenta, pues este segundo concepto alude tan sólo a una de las dos formas distintas —junto con la de título-valor— en que puede verse representado un valor negociable —*vid.* art. 5.1 LMV—.

¹⁰¹ Cfr. VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La documentación de la posición de socio», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), Madrid, 1991, págs. 319 y 335.

¹⁰² Salta a la vista, una vez más, que los valores representados por medio de anotaciones son una figura inspirada en los títulos-valores, pero *distinta de éstos*; pues la tradicional clasificación de los títulos —conforme a su ley de circulación o forma de estar designado el titular— en títulos nominativos, títulos a la orden y títulos al portador (*vid.*, entre otros, GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J., *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., *cit.*, págs. 730 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 25ª ed., Vol. II, *cit.*, págs. 13 ss.; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, Tomo II (*Contratos-Títulos valores-Derecho Concursal*), 3ª ed., Barcelona,

das de llevar el registro contable de los valores anotados están obligados a comunicar a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas.

Esto no significa que la anotación en cuenta, como forma de representación de los valores, no admita alguna modalidad en la que se respete el anonimato de su titular¹⁰³, pues en el Derecho comparado encontramos soluciones que contemplan esta posibilidad¹⁰⁴.

En consonancia con este carácter nominativo que comentamos —y en virtud del principio de legitimación registral—, se entenderá que el titular legítimo del valor será la persona a cuyo nombre aparezca éste inscrito en el registro y podrá ejercer todos los derechos a que éste le faculte¹⁰⁵. Para el ejercicio de estos derechos el titular del valor podrá solicitar de la Entidad encargada del registro

1990, págs. 609-611; URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho Mercantil*, 28ª ed., cit., págs. 914 y ss.; BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., págs. 596 y ss.), encuentra dificultades para su aplicación en el caso de los valores anotados en cuenta.

¹⁰³ Digámoslo así —«que se respete el anonimato de su titular»—, pues no parece semánticamente admisible decir «anotaciones en cuenta al portador», ya que las anotaciones en cuenta no son susceptibles de ser *portadas*.

¹⁰⁴ Los sistemas francés y danés instrumentan la forma de anotar valores en cuenta respetando el anonimato de su titular (vid. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», cit., pág. 371, nt. 22).

En el **sistema francés** se admitía tanto la inscripción en cuenta de «títulos» nominativos, como al portador. El registro de los nominativos era llevado por la propia entidad emisora de éstos, sin embargo el registro de los títulos al portador se encomendaba a una entidad intermediaria que no podía desvelar ante la sociedad emisora la identidad de los titulares a nombre de los cuales estaban inscritos estos valores —«en situation normale, ni l'émetteur, ni la SICOVAM, ni le teneur de comptes, ne peuvent avoir une connaissance complète et immédiate de la répartition d'un titre» (cfr. RIPERT, G./ROBLOT, R., *Traité...*, Tomo II, cit., pág. 35)—. Por lo demás, el tratamiento de estos dos tipos de valores dentro del sistema —incluida la forma de su transmisión— era idéntico.

Pero lo cierto es que las operaciones bursátiles sobre valores nominativos resultaban de más difícil realización, por el hecho de que la llevanza de su registro estuviese en manos de la propia entidad emisora. Para suplir los problemas derivados de esta situación, la ley n. 98-416 de 17-VI-1987 crea las *acciones al portador identificables*. La llevanza del registro de estos valores corresponde a la SICOVAM y las entidades emisoras están facultadas para solicitar de aquella la identidad, nacionalidad, domicilio y número de valores que tienen inscritos a su nombre los accionistas de la sociedad, así como las posibles restricciones a las que se encuentren sometidos los valores.

En el **sistema danés** el anonimato es también conseguido por medio de dos tipos de registro uno llevado por el emisor de los valores y otro, para aquellos valores cuyo anonimato se pretende custodiar, encomendado a una entidad intermediaria (vid. LENER, R., *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, cit., pág. 17).

¹⁰⁵ Art. 15 RD 116/1992.

la expedición un certificado de legitimación, que, igualmente, habrá de ser necesariamente nominativo¹⁰⁶.

El art. 60 LSA—que reconoce la posibilidad de que las acciones de sociedad anónima se representen por medio de anotaciones en cuenta— dispone en su párrafo 2 que también podrán anotarse en cuenta las acciones que se encuentren en los «supuestos de nominatividad obligatoria», previstos en el art. 52 del mismo texto legal para los casos en que las acciones hubiesen estado representadas mediante títulos. Esos supuestos se refieren a las acciones que no hayan sido enteramente desembolsadas, que lleven aparejadas prestaciones accesorias, que se exija su nominatividad en alguna disposición legal o que su transmisibilidad esté sujeta a transmisiones¹⁰⁷.

2.2. La irreversibilidad de la forma de representación

El art. 5.1 LMV ofrece la posibilidad de que los valores negociables puedan representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. Sin embargo, las anotaciones en cuenta son presentadas como la *opción preferente*¹⁰⁸, ya que la representación de los valores por medio de anotaciones es irreversible, mientras que la representación de los valores por medio de títulos podrá revertirse hacia una ulterior representación en forma de anotaciones en cuenta¹⁰⁹.

¹⁰⁶ Arts. 12 LMV y 18.1 RD 116/1992.

¹⁰⁷ Este último supuesto —«cuando la transmisibilidad de las acciones esté sujeta a restricciones»— en opinión de MEJÍAS GÓMEZ (en «Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración», en AC, 1992, n.º 10, pág. 114) es de difícil admisión, pues no resulta compatible con una de las características que definen la naturaleza de los valores anotados: la negociabilidad. Y añade que en el caso específico de las acciones admitidas a negociación en las Bolsas de Valores —por aplicación transitoria del art. 27.1 del Reglamento de Bolsas— el sometimiento a cláusulas restrictivas de la transmisibilidad resulta inadmisibile.

¹⁰⁸ PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pág. 1012) señala que la «tendencia favorable a las anotaciones en cuenta se manifiesta al disponer que la representación por medio de anotaciones en cuenta será irreversible». MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», *cit.* pág. 90) observa que el legislador no proclama formalmente la desaparición de los títulos-valores, pero sí «impulsa el uso de las anotaciones en cuenta».

¹⁰⁹ Arts. 5.1 y 2 LMV y 3 RD 116/1992.

Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *Introducción al derecho de los Títulos-Valores...*, *cit.*, págs. 690 y ss.; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.*, pág. 63; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pág. 1220; FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, Madrid, 1991, pág. 236; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pág. 1005.

La intención del legislador es *dar libertad* a las Entidades emisoras a la hora de escoger la forma de representación de los valores, *reforzando*, sin embargo, la posición de los valores anotados en cuenta por medio de la irreversibilidad que comentamos. En la misma línea de impulso de la anotación en cuenta de los valores nos encontramos, por un lado, la imposición contenida en la DA 1ª.5 LSA, exigiendo que todas las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial deban representarse por medio de anotaciones en cuenta; y, por otro lado, nos encontramos con el Mercado de Deuda Pública, configurado también como un ámbito reservado a las anotaciones en cuenta. Nuestro sistema no ha querido imponer por la fuerza y de modo generalizado la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta¹¹⁰, pero, dadas las ventajas del sistema, sí que pretende favorecer su implantación e, incluso, exigirla para los sectores que acabamos de señalar. Podríamos decir que la «previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos», de la que habla el párrafo segundo de la EM LMV, es, más bien, una *propiciada* pérdida de importancia de los títulos-valores, dada la conocida situación de crisis en la que se encontraban cuando la LMV hacía tal afirmación.

Sin embargo, la LMV otorga al Gobierno la facultad de determinar *supuestos excepcionales en los que sí sea admisible la reversibilidad* de las anotaciones en cuenta¹¹¹. Es el art. 3 RD 116/1992 el que establece que la representación en forma de anotaciones en cuenta será reversible cuando: 1º) se trate de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial; 2º) el emisor solicite la representación en forma de títulos, en consideración a la escasa difusión de los valores y 3º) la CNMV dé su autorización. Será la Entidad encargada del registro contable la que haga entrega de los títulos a los titulares de los valores y, mientras que no sean recogidos, asumirá la función de depositaria de éstos.

2.3. La reserva de denominación

Tan sólo los valores negociables que se representen en forma de anotaciones en cuenta conforme a lo establecido en la LMV y en el RD 116/1992 podrán ser

¹¹⁰ Quizá la LMV opta por un sistema de anotaciones en cuenta de libre elección para evitar el rechazo que sufrió el sistema francés, introducido por las leyes de 28 de febrero de 1941, 14 de febrero y 8 de marzo de 1942. Este sistema imponía el depósito obligatorio de todas las acciones al portador en la *Caisse Centrale de Dépôts et Virements de Titres* (CCDVT) —Ley de 18 de junio de 1941—, pero la obligatoriedad del depósito lo hizo tan criticado que terminó siendo suprimido por Ley de 5 de julio de 1949 (vid. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta», en *RDBB*, 1990, nº 37, pág. 75).

los que se designen con los términos *valores representados por medio de anotaciones en cuenta, anotaciones en cuenta* y otros similares o que puedan inducir a confusión¹¹².

2.4. La fungibilidad

El art. 8 LMV prevé que reglamentariamente se establecerán las condiciones para que los valores anotados funcionen como fungibles¹¹³. En el art. 17 RD 116/1992 encontramos el anunciado desarrollo reglamentario. Con la fungibilidad se pretende dotar a los valores anotados de aquella agilidad en el tráfico que les era propia, en sus orígenes, a los títulos-valores. Se pretende que las anotaciones en cuenta sean un instrumento que facilite la circulación de la riqueza. Por eso el art. 8 LMV explicita que la fungibilidad de los valores anotados se persigue con miras a «las operaciones de compensación y liquidación»¹¹⁴.

Ya en los sistemas correctores se entendió que la fungibilidad de los valores sería un camino de simplificación de los problemas que había provocado la necesidad de manipulación de los títulos. En esos sistemas es más difícil articular la fungibilidad de los valores, pues éstos se encuentran previamente representados

¹¹¹ Art. 5.4 *in fine* LMV.

Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., «La actividad de gestión de valores mobiliarios...», *cit.*, pág. 133; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pág. 114.

¹¹² Art. 5 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pág. 270; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pág. 63.

¹¹³ Esta cualidad de los valores estaba ya presente en las soluciones aportadas por los sistemas correctores —*vid.* art. 5.4 D 1128/1974— (cfr. OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pág. 28).

Vid. también BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pág. 90.

Por lo demás, la *fungibilidad* ha sido tradicionalmente identificada como una de las características más significativas de los valores mobiliarios (*vid.* PELLIZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, pág. 151; CASTELLANO, G., «I titoli di massa», en *BBTC*, 1987, I, pág. 33).

D'ORS observa que «fungibles son las cosas que se identifican, no por su individualidad, sino por el género y la cantidad, y por eso, en tanto intervienen como objeto numerable de un negocio jurídico, se llaman *genéricas*, del mismo modo que las que ordinariamente se identifican por su individualidad, en la medida en que intervienen en un negocio jurídico como individuales, se llaman *específicas*» (cfr. *Derecho privado romano*, *cit.*, pág. 177); *vid.* también IGLESIAS, J., *Derecho romano. Instituciones de Derecho privado*, 9ª ed., 4ª reimpr., Barcelona, 1989, págs. 245-246; ARIAS RAMOS, J/ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, *cit.*, págs. 112-113; MIQUEL, J., *Curso de Derecho romano*, *cit.*, pág. 210.

¹¹⁴ Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pág. 1012.

por medio de un instrumento —el título— que, en ocasiones, no es fungible y hay que esquivar, de forma más o menos indirecta, esta situación¹¹⁵.

En el caso de los valores anotados la determinación de su fungibilidad es más sencilla. Serán fungibles entre sí los valores que: 1º) estando comprendidos dentro de una misma emisión, 2º) tengan las mismas características¹¹⁶.

El art. 17.2 RD 116/1992, haciendo referencia al régimen específico de las acciones, dispone que éstas serán fungibles entre sí cuando pertenezcan a un misma clase y serie. Añade este artículo que este carácter fungible corresponderá, en general, a los demás valores que tengan un mismo emisor y cuyas características, desde el origen o de modo sobrevenido, sean las mismas.

Son dos las consecuencias fundamentales que se desprenden de la fungibilidad que reviste los valores anotados. En primer lugar —con relación a los propios valores—, no será preciso atribuir ningún tipo de *referencia* a los valores para su identificación o individualización¹¹⁷. En segundo lugar —con relación al titular de los valores—, quien tenga inscritos a su nombre valores en un Registro contable será titular de una *cantidad determinada* de éstos, no de unos valores específicos¹¹⁸.

Los valores que se encuentren en *situaciones especiales*, como el sometimiento a derechos reales limitados u otra clase de gravámenes¹¹⁹ o cuando su titular haya solicitado la expedición de un certificado¹²⁰, rompen de forma excepcional con el principio de fungibilidad de los valores anotados. En estas situaciones se procederá a la *especificación o desglose* de los valores¹²¹.

¹¹⁵ Ya es conocida la solución adoptada para los títulos nominativos, consistente en el endoso en blanco al que son sometidos, con carácter previo todos los títulos nominativos que entran en un depósito colectivo de valores.

¹¹⁶ Art. 17.1 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pág. 267.

En estos aspectos se hace evidente la dimensión contable de los valores representados por anotaciones en cuenta (*vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pág. 93 e *Instituciones...*, 25ª ed., Vol. II, *cit.*, pág. 24), pues esta forma de representación nos permite tratar los valores como simples *unidades* dentro de una cuenta y atribuir *saldo*s de valores a las distintas necesidades que surjan del tráfico jurídico: transferencia contable de un saldo de valores, como forma de llevar a término la transmisión de éstos; titularidad de un saldo de valores, como forma de explicitación del derecho de propiedad.

¹¹⁷ Lo cual sí era preciso, por ejemplo, en el sistema del Decreto 1128/1974 (*vid.* PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pág. 1003).

¹¹⁸ Ambas consecuencias se deducen del art. 17.1 *in fine* RD 116/1992.

¹¹⁹ Arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992.

¹²⁰ Arts. 12 LMV y 18 a 21 RD 116/1992.

¹²¹ Art. 17.3 RD 116/1992.

3. Definición propuesta de «valor anotado en cuenta»

La realidad que se pretende identificar con el término «valor anotado en cuenta» tiene un componente objetivo y un componente formal. La primera de estas vertientes —la objetiva— nos sitúa ante los *valores negociables*: la realidad sustantiva u objetiva comprendida por los valores anotados en cuenta son los valores negociables. El aspecto formal de los valores anotados no puede ser otro sino la *anotación en cuenta*, como forma de representación de los valores. Es decir, el «valor anotado en cuenta» es una figura compleja, que permite comprender y tratar de modo unitario la institución que nace de la representación formal de los valores negociables por medio de anotaciones en cuenta¹²².

La precariedad que lamentábamos cuando más arriba nos referíamos a la falta de una definición clara de valor negociable¹²³ se agudiza ahora y se multiplica, pues tampoco existe en nuestro ordenamiento una definición de

Por su parte, los arts. 10.1 LMV y 13.1 RD 116/1992 disponen que la constitución de derechos reales limitados y otra clase de gravámenes deberá *inscribirse en la cuenta correspondiente*, de donde se deduce la pérdida del carácter fungible del valor afectado por el gravamen. Los arts. 18.2 y 21 RD 116/1992 hacen referencia a la inmovilización y desglose de los valores de los que se haya expedido certificado de legitimación.

¹²² Partiendo de esta concepción es fácil concluir que el régimen de los valores anotados en cuenta esté integrado, fundamentalmente, por las normas reguladoras del sistema de anotaciones en cuenta y las normas propias de los valores negociables.

¹²³ *Vid. supra* 3.1.

¹²⁴ A pesar de las interesantes y sugerentes opiniones vertidas por nuestra doctrina en torno al concepto de los valores anotados, no encontramos la formulación de una *definición de valor anotado en cuenta*.

En el ámbito de la elaboración doctrinal sí que encontramos alguna *definición de anotación en cuenta*.

MEJÍAS GÓMEZ (en «Las acciones representadas...», *cit.*, pág. 110) aporta la siguiente definición:

«La anotación en cuenta vendría a ser el apunte contable que materializado a través de un sistema informatizado, previa la oportuna acreditación documental, atribuye el derecho real pleno, así como ciertos derechos reales limitados y otra clase de gravámenes sobre valores negociables».

Resulta acertado en esta definición la referencia que se hace a la *naturaleza contable* de la anotación en cuenta. Igualmente es oportuna la mención de la necesaria *acreditación documental* que exige el art. 6 LMV para la representación de los valores por medio de anotaciones —*vid.* arts. 6 y ss. RD 116/1992—. También es adecuada la alusión al régimen de los *derechos reales* y la mención de los derechos de esta naturaleza cuya titularidad puede expresarse por medio de la anotación en cuenta.

Sin embargo, no coincidimos con este Autor cuando dice que el apunte contable se encuentra «materializado a través de un sistema informatizado». En cuanto al término «materializado», ciertamente para realizar la anotación contable es necesario usar unos medios materiales, pero

anotación en cuenta¹²⁴, ni de valor anotado en cuenta¹²⁵. En estas condiciones la definición a la que nos enfrentamos se presenta como una tarea difícil, ya que

el valor negociable no se vincula a esos elementos materiales —como ocurre con el derecho que se incorpora al título-valor—, el valor negociable anotado en cuenta *no se materializa*.

Disentimos también de la inclusión de la expresión «sistema informático» en la definición, como si fuese un elemento esencial en la concepción de las anotaciones en cuenta. Las anotaciones en cuenta seguirían siendo lo que son aunque su gestión no se realizara por medios informáticos. Y entendemos que al elaborar una definición lo que importa son aquellos aspectos que permiten identificar la *esencia* de lo definido.

En este último sentido, echamos en falta en la definición que comentamos una referencia a la *naturaleza registral* de las anotaciones en cuenta. No se alude en la definición a la *existencia de un registro* en el que se efectúan las inscripciones relacionadas con los valores, ni a la aplicación de los principios registrales dentro del régimen de los valores anotados.

En las «Alegaciones de la Junta Sindical del Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid en relación con el Proyecto de Real Decreto de 9 de febrero de 1987» (en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pág. 337), encontramos el siguiente pronunciamiento que podría hacer las veces de definición de anotación en cuenta, si bien restringiéndose al ámbito de la Deuda Pública:

«La anotación en cuenta consiste en una forma de representación de la Deuda Pública, tratándose, en suma, de un medio o instrumento técnico de representación del crédito del particular frente al ente público que, sustituyendo el soporte documental, se utiliza con el fin de facilitar el tráfico jurídico y económico de la Deuda Pública».

(Vid. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M^a C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», en *CREDF*, 1990, n^o 66, pág. 227).

No puede tacharse de incorrecta esta definición, pero hay en ella carencias importantes, que, a nuestro juicio, le hacen perder validez definitoria. Se pueden destacar como aspectos positivos de su enunciado: 1^o) la calificación de la anotación en cuenta como una *forma de representación*; 2^o) la identificación del derecho de crédito como *elemento objetivo* al que afecta la representación formal por medio de anotación en cuenta; 3^o) el *carácter sustitutivo* de la anotación en cuenta, frente al soporte documental y 4^o) destacar la *agilización del tráfico jurídico y económico* como finalidad perseguida por esta forma de representación de los valores.

Pero la temprana fecha de elaboración de esta definición la ha condicionado de modo determinante. La *restricción al ámbito de la Deuda Pública* de que adolece es inevitable, toda vez que la representación de otro tipo de valores en forma de anotaciones era entonces desconocida en nuestro ordenamiento. Por otro lado, se echa en falta alguna referencia a la *naturaleza* que atribuye esta forma de representación a los valores que a ella se acogen y al modo de *ejercicio de los derechos* representados.

¹²⁵ También ha intentado suplir la doctrina la ausencia de definición legal en el caso de los *valores anotados*.

MARTÍNEZ GIMÉNEZ (en «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pág. 226) enuncia una definición, si bien se restringe al concepto de *Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta*:

«Aquella que atribuye a su titular un derecho de crédito no incorporado a un título, pero inscrito en la Central de Anotaciones en Cuenta gestionada por el Banco de España, cuya contrapartida está constituida por la obligación del ente emisor».

se apoya sobre dos conceptos de los que apenas¹²⁶ existen definiciones en nuestro ordenamiento y en nuestra doctrina.

Proponemos la siguiente *definición de valor anotado en cuenta*:

«Valor negociable inscrito en un registro contable a nombre de aquél al que le corresponda la titularidad real plena, quien, en virtud de su legitimación registral, podrá ejercer los derechos que del valor se deriven, así como constituir derechos reales limitados o gravámenes sobre éste.»

Los aspectos que hemos intentado destacar con esta definición son:

- El «*valor negociable*» es el elemento objetivo que, al presentársenos bajo la forma de anotación en cuenta, da lugar al valor anotado en cuenta¹²⁷.
- La «*inscripción*» es un elemento esencial en los valores anotados, pues da lugar a la constitución de estos valores en cuanto tales, permite que se produzca la mutación jurídico-real cuando se efectúa una transmisión de valores y que sean oponibles a terceros determinados actos jurídicos sobre éstos.
- Es fundamental hacer referencia al «*registro contable*», para destacar las dimensiones registral y contable que describen la naturaleza de los valores anotados.
- La mención de que los valores son inscritos en el registro «*a nombre de*» quien sea su titular evidencia su nominatividad, que, en el sistema español, es una característica esencial de los valores anotados en cuenta¹²⁸.
- La alusión a la «*titularidad real plena*» y a la constitución de «*derechos reales limitados*» sobre los valores es un reconocimiento de la inclusión

Esta Autora concibe la Deuda representada en anotaciones en cuenta como «una forma peculiar de deuda registrada», concepto este último que, con DIEBEN y EBERT, define como «la que da al acreedor, en lugar de un derecho documentado por un título, un derecho inscrito en el registro de deudas» (cfr. «La técnica del crédito público», en *Tratado de Finanzas*, GERLOFF/NEUMARK [dir.], Buenos Aires, 1961, pág. 573).

¹²⁶ A este respecto podemos hacer referencia a: la formulación de la *cláusula de cierre* del art. 2 RD 291/1992, que hace las veces de definición legal de *valor negociable* (vid. *supra* 3.1.); la *definición doctrinal* de *anotación en cuenta* aportada por MEJÍAS y la recogida en las Alegaciones de la Junta Sindical del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid (vid. *supra* 4.3.); la *definición doctrinal* de *Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta*, de MARTÍNEZ GIMÉNEZ (vid. *supra* 4.3.).

¹²⁷ Vid. *supra* 3.

¹²⁸ Vid. *supra* 4.2.1.

de normas y principios de los derechos reales en el régimen de los valores anotados en cuenta.

- La referencia en nuestra definición a la «*legitimación registral*» es expresión de la existencia de otra importante fuente de inspiración en el régimen de los valores anotados en cuenta: los principios del Derecho registral.
- Los «*derechos que del valor se deriven*» podrán ser de distinto orden, pues los valores negociables han sido configurados por el art. 2 RD 291/1992 como un amplio género, dentro del cual encuentran cabida valores de distinta especie —incluso valores atípicos— y cada uno de ellos lleva aparejados derechos —o conjuntos de derechos, como es el caso de las acciones— distintos¹²⁹.

V BIBLIOGRAFÍA

- Allen, R. J., «Continuing confusion in the definition of a security: the sale of business doctrine, discretionary trading accounts, and oil, gas and mineral interests», en *SLR*, 1984, n° 16, págs. 65 y ss.
- Alonso Espinosa, F. J., «Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones», en *RDBB*, 1992, n° 45, págs. 35 y ss.
- «Intereses del inversor y Derecho del Mercado de Valores», en *RDM*, 1993, n° 208, págs. 415 y ss.
 - «Las excepciones al ámbito de aplicación del RD 291/1992, sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables», en *DN*, 1993, n° 32, pág. 1.
- Alonso Ureba, A./Duque Domínguez, J./Esteban Velasco, G./García Villaverde, R./Sánchez Calero, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), Madrid, 1991; Tomo II (*Capital y acciones*), Vols. 1 y 2, Madrid, 1994.
- Angulo Rodríguez, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos», en Jiménez Sánchez, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, págs. 261 y ss.
- Arias Ramos, J./Arias Bonet, J. A., *Derecho romano*, Tomo I, *Parte general. Derechos reales*, 18ª ed., 1ª reimpr., Madrid, 1988.
- Arroyo Martínez, R., «Prólogo», *Ley del Mercado de Valores*, Tecnos, Madrid, 1988.
- Ascarelli, T., «Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V libro IV del nostro codice», en *BBTC*, 1954, I, págs. 367 y ss.
- Bercovitz Rodríguez-Cano, A., «El Derecho del mercado de capitales», en *RDBB*, 1988, n° 29, págs. 67 y ss.

¹²⁹ Vid. *supra* 3.2.

- Calvo Bernardino, A./Cuervo García, A./Parejo Gámir, J. A./Rodríguez Sáiz, L., *Manual de Sistema Financiero Español*, 14ª ed., Barcelona, 2001.
- Carney, W. J./Fraser, B. G., «Defining a "security": Georgia's struggle with the "risk capital" test», en *SLR*, 1982, nº 14, págs 503 y ss.
- Castellano, G., «I titoli di massa», en *BBTC*, 1987, I, págs. 23 y ss.
- D'Ors, J. A., *Derecho privado romano*, 8ª ed., revisada, Pamplona, 1991.
- Eizaguirre, J. M. de, «Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores», en *RDM*, 1982, nº 163, págs. 7 y ss.
- «El régimen de las acciones: documentación y transmisión», en *Jornadas sobre el nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991.
 - «La opción por el concepto amplio de título-valor», en *RDBB*, 1995, nº 57, págs. 9 y ss.
- Espina, D., *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995.
- Farrando de Miguel, I., «El concepto de "valor negociable" y la aplicación en España de la cultura de la transparencia», en Iglesias Prada, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, Tomo I, (Introducción y títulos valor), Madrid, 1996, págs. 1222 y ss.
- Fernández del Pozo, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes": el sistema de anotaciones en cuenta de valores», en *RCDI*, 1989, nº 593, págs. 1213 y ss.
- «La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos», en *RCDI*, 1991, nº 605, págs. 1843 y ss.
- Fernández-Armesto, J./De Carlos Beltrán, L., *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992.
- Forniés Baigorri, A., «La reforma del mercado de valores», en *RGD*, 1989, nº 536, págs. 2661 y ss.
- García-Pita y Lastres, J. L., *Introducción al derecho de los Títulos-Valores y de las Obligaciones Mercantiles*, Tomo I, *Derecho de los Títulos-Valores. Parte General*, 2ª ed., Tórculo Ediciones, 1999.
- Garrigues Díaz-Cañabate, J., *Tratado de Derecho mercantil*, Tomo II, Madrid, 1955.
- *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974.
 - *Curso de Derecho mercantil*, Tomo I, 7ª ed., Madrid, 1982.
- González Castilla, F., *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia, 1999.
- Guitard Marín, J., «Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *DN*, 1992, nº 17, págs. 62 y ss.
- Hazen, T. L., *Treatise on the Law of Securities Regulation*, Tomo 1, 2ª ed., Saint Paul-Minnessota, 1990.
- Iglesias, J., *Derecho romano. Instituciones de Derecho privado*, 9ª ed., 4ª reimpr., Barcelona, 1989.
- Iglesias Prada, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, Madrid, 1996.
- Jiménez Sánchez, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992.
- *Lecciones de Derecho Mercantil*, 2ª ed., Madrid, 1993.
 - (Coord.), *Derecho mercantil*, 7ª, ed., Tomo I, Barcelona, 2002.

- Junta Sindical del Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid, «Alegaciones de la Junta Sindical del Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid en relación con el Proyecto de Real Decreto de 9 de febrero de 1987», en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, págs. 331 y ss.
- Libonati, B., «Commento all'art. 12 della legge n. 77/1983», en *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, págs. 506 y ss.
- Lojendio Osborne, I., «La acción. Documentación y transmisión», en Jiménez Sánchez, G. J. (coord.), *Derecho mercantil*, 7ª, ed., Tomo I, Barcelona, 2002.
- Loss, L., *Fundamentals of securities regulation*, 2ª ed., Boston-Toronto, 1988.
- Lütticke, K.-E., *Elektronische Verbriefung von Effektenrechten?*, Köln, 1981.
- Madrid Parra, A., «Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito», en *RDBB*, 1989, nº 36, págs. 703 y ss.
- «La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta», en *RDBB*, 1990, nº 37, págs. 23 y ss.
 - «La transmisión de valores», en *DN*, Tomo 1990-1991, págs. 90 y ss.
 - «Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas», en *RDM*, 1992, nº 203-204, págs. 147 y ss.
 - «Contratación electrónica», en Iglesias Prada, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, Tomo III, (*Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación*), Madrid, 1996, págs. 2913 y ss.
- Martínez Giménez, E. Mª C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», en *CREDF*, 1990, nº 66, págs. 221 y ss.
- Mejías Gómez, J., «Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración», en *AC*, 1992, nº 10, págs. 109 y ss.
- Miquel, J., *Curso de Derecho romano*, Barcelona, 1987.
- Murphy, S. A., «Securities regulation -Is stock a security?», en *SLR*, 1982, nº 14, págs. 549 y ss.
- Olivencia Ruiz, M., «La incorporación del derecho al título y su desincorporación. (Análisis histórico dogmático)», en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, págs. 13 y ss.
- Ortega Fernández, R., «Los pagarés del Tesoro: un nuevo instrumento de deuda pública», en *RDBB*, 1983, nº 9, págs. 115 y ss.
- Paricio Serrano, L., «La evolución del título-valor y el artículo 1.384 del Código civil (Comentario a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 de mayo de 1987)», en *RDBB*, 1988, nº 31, págs. 673 y ss.
- Paz-Ares Rodríguez, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor. (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)», en VV. AA., *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995, págs. 81 y ss.
- Pellizi, G. L., *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967.
- Pérez de la Cruz Blanco, A., «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», en Polo, A./Uría, R./Martín-Retortillo, S./García Añoveros, J./Olivencia, M./Anes, G./Álvarez Rendueles, J. R./Blanco Campaña, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Tomo III, Madrid, 1994, págs. 2115 y ss.
- Pérez Escobar, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI (Derecho y Tecnología)», *La Ley*, 1991, nº 2671, págs. 987 y ss.

- Polo, A., «La admisión de valores a cotización oficial», en VV. AA., *Coloquio de Derecho bursátil*, Bilbao, 1970.
- Polo, A./Uría, R./Martín-Retortillo, S./García Añoveros, J./Olivencia, M./Anes, G./Álvarez Rendueles, J. R./Blanco Campaña, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Madrid, 1994.
- Ratner, D. L., *Securities regulation*, Minnesota, 1975.
- Recalde Castells, A., «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad», en *RDBB*, 1993, n° 50, págs. 361 y ss.
- Rescigno, P. (dir.), *Trattato di diritto privato*, Vol. XVI, Torino, 1985.
- Restuccia, G. (dir.), *L'attività parabancaria*, Milán, 1987.
- Roca Fernández-Castanys, J. A., «La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España», en *RDBB*, 1990, n° 37, págs. 107 y ss.
- Rojo Fernández-Río, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta. (Análisis del Real Decreto Regulador)», en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, págs. 83 y ss.
- Sánchez Andrés, A., «La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras», en *RDBB*, 1990, n° 39, págs. 11 y ss.
- «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la "Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles"», en *RGD*, 1992, n° 571, págs. 2843 y ss.
 - «Cotización (de valores)», en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, Madrid, 1995, págs. 1747 y ss.
 - «Derecho del Mercado de Capitales», en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, Madrid, 1995, págs. 2270 y ss.
 - «Mercado Financiero», en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. III, Madrid, 1995, págs. 4280 y ss.
 - «Valor negociable», en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, Madrid, 1995, págs. 6797 y ss.
- Sánchez Calero, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, II, Valladolid, 1968.
- «Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)», en VV. AA., *Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil*, Madrid, 1979, págs. 217 y ss.
 - «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, págs. 177 y ss.
 - «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en Verdura y Tuells, E. (dir.), *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, págs. 91 y ss.
 - «Artículo 2.- Valores negociables», en Sánchez Calero, F. (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995.
 - (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995.
 - *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. II, 25ª ed. (revisada con la colaboración de Juan Sánchez-Calero Guilarte), Madrid, 2003.
- Sánchez-Calero Guilarte, J., «Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones», en Alonso Ureba, A./Duque Domínguez, J./Esteban Velasco, G./García Villaverde, R./Sánchez Calero, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, Madrid, 1994, págs. 1255 y ss.

- Santos Martínez, V., «Valores informatizados», en *Congreso Internacional sobre la Reforma del Derecho contractual y la Protección de los Consumidores*, Zaragoza, 15-18 de noviembre de 1993, (manuscrito).
- «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta», en Alonso Ureba, A./Duque Domínguez, J./Esteban Velasco, G./García Villaverde, R./Sánchez Calero, F. (coords.), en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vols. 1, Madrid, 1994, págs. 341 y ss.
- Spada, P., «Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio», en *BBTC*, 1986, I, págs. 13 y ss.
- Stallone, F., «La forma dell'atto giuridico elettronico», en *Contrato e impresa*, 1990, n° 2, págs. 756 y ss.
- Steinberg, M. C./Kaulbach, W. E., «The Supreme Court and the definition of "security": the "context" clause, "investment contract" analysis, and their ramifications», en *SLR*, 1988, n° 20, págs. 3 y ss.
- Tapia Hermida, A. J., «El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *RDBB*, 1992, n° 45, págs. 267 y ss.
- Trujillo del Valle, J. A./Cuervo-Arango, C., *El sistema financiero español*, Barcelona, 1985.
- Uría González, R., *Derecho Mercantil*, 28ª ed., Madrid, 2002.
- Valenzuela Garach, F., «Valores negociables, títulos-valores y atipicidad», en Iglesias Prada, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, Tomo I, (*Introducción y títulos valor*), Madrid, 1996, págs. 1389 y ss.
- Verdera y Tuells, E., «Las actividades parabancarias. Innovación y desintermediación en el sistema financiero español», en Restuccia, G. (dir.), *L'attività parabancaria*, Milán, 1987, págs. 143 y ss.
- (Dir.), *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993.
- Visentini, G., «I valori mobiliari», en Rescigno, P. (dir.), *Trattato di diritto privato*, Vol. XVI, Torino, 1985, págs. 665 y ss.
- VV. AA., *Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil*, Madrid, 1979.
- *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987.
 - *Jornadas sobre el nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991.
 - *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995.
 - *Enciclopedia Jurídica Básica*, Madrid, 1995.
- Zunzunegui, F., «Adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión», en *DN*, 1995, n° 56, págs., 1 y ss.