



- ◆ 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 régimen jurídico de los instrumentos financieros y de los valores negociables anotados en cuenta**

Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas  
Catedrático de Derecho Mercantil  
Director de la Cátedra de Derecho de los Mercados Financieros  
Universidad CEU San Pablo

### Abreviaturas

- 1.- Introducción.
- 2.- El proceso de desincorporación de los valores. Antecedentes históricos y comentario de algunas cuestiones de Derecho comparado.
- 3.- La desincorporación de los valores en el Derecho español.
  - 3.1.- Los *sistemas correctores*.
  - 3.2.- Los *sistemas sustitutivos*.
  - 3.3.- El sistema de anotaciones en cuenta establecido por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
    - 3.3.1.- Las principales normas integrantes de su régimen jurídico.
    - 3.3.2.- Catalogación del sistema español de anotaciones en cuenta como un sistema de desmaterialización total facultativa.
- 4.- Los registros contables, pieza clave del sistema de anotaciones en cuenta.
  - 4.1.- La naturaleza jurídica de los registros contables.
    - 4.1.1.- Los rasgos técnicos de los registros contables.
    - 4.1.2.- El principio de publicidad en los registros contables.
      - 4.1.2.1.- La publicidad material de los registros contables.
      - 4.1.2.2.- La publicidad formal de los registros contables.
  - 4.2.- La estructura y la organización de los registros contables y de las Entidades encargadas de la llevanza de estos registros.
    - 4.2.1.- Los registros contables de valores e instrumentos financieros no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.
    - 4.2.2.- Los registros contables de valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Referencia al caso específico de los valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en Bolsa.
      - 4.2.2.1.- La estructura de *doble escalón* del registro contable de valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en Bolsa.
        - 4.2.2.1.1.- El Registro central.
        - 4.2.2.1.2.- Las Entidades participantes.
      - 4.2.2.2.- La organización interna del registro contable de valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en Bolsa.

- 4.2.3.- Los registros contables de valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en otros mercados regulados y en sistemas multilaterales de negociación.
- 4.2.4.- La libertad de elección, designación y acceso con relación a los sistemas de compensación y liquidación.
- 4.3.- La responsabilidad de las Entidades encargadas de los registros contables.
  - 4.3.1.- El régimen aplicable de responsabilidad civil objetiva de las Entidades encargadas y las circunstancias en las que se hace efectiva esa responsabilidad.
  - 4.3.2.- El sometimiento de las Entidades encargadas a un régimen de responsabilidad administrativa.
- 5.- El concepto de instrumento financiero y de valor negociable. Su representación registral por anotación en cuenta.
  - 5.1.- La categoría instrumento financiero. Las relaciones de dependencia mutuas entre las figuras instrumento financiero y valor negociable.
  - 5.2.- El concepto de valor negociable -o valor mobiliario-. Sus caracteres definitorios.
    - 5.2.1.- El contenido patrimonial del derecho que el valor representa.
    - 5.2.2.- La agrupación en emisiones -Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores, número segundo; arts. 2 LMV y 4 RD 291/1992-.
    - 5.2.3.- La negociabilidad -Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores, número segundo; art. 2 LMV y 2.1.f RD 291/1992-.
    - 5.2.4.- La unidad en la forma de representación.
  - 5.3.- El concepto de *valor anotado en cuenta*.
    - 5.3.1.- Los caracteres específicos de los valores anotados en cuenta.
      - 5.3.1.1.- El carácter esencialmente nominativo.
      - 5.3.1.2.- La irreversibilidad de la forma de representación.
      - 5.3.1.3.- La reserva de denominación.
      - 5.3.1.4.- La fungibilidad.
    - 5.3.2.- Definición de *valor anotado en cuenta*.
- 6.- La naturaleza jurídica de los valores anotados en cuenta.
  - 6.1.- Los valores anotados en cuenta son una categoría específica dentro de los valores mobiliarios -su identidad con la figura de los *Wertrechte* o *Bucheffecten*-.
  - 6.2.- La confluencia de los principios propios de los derechos reales y los principios del Derecho registral.
  - 6.3.- La *dimensión contable* de los valores anotados en cuenta.
- 7.- La constitución de los valores anotados en cuenta. La inscripción en el registro contable como acto fundamental en el proceso de constitución.
- 8.- La legitimación registral para el ejercicio de los derechos. Los certificados de legitimación.
- 9.- La transmisión de los valores y los instrumentos financieros anotados en cuenta.
  - 9.1.- La estructura del acto transmisivo.
    - 9.1.1.- El negocio causal en la transmisión de los valores y los instrumentos financieros anotados en cuenta -su eficacia y su forma-.
    - 9.1.2.- La inscripción de la transmisión en el registro contable: la transferencia contable.
      - 9.1.2.1.- La aplicación de normas propias de la transferencia bancaria a la transferencia de valores e instrumentos financieros anotados en cuenta.
      - 9.1.2.2.- La aplicación de los principios de prioridad y de tracto sucesivo a la inscripción registral de la transmisión.

- 9.2.- La oponibilidad de la transmisión tras su inscripción en el registro contable.
- 9.3.- La irreivindicabilidad de los valores e instrumentos financieros anotados en cuenta.
- 9.4.- La diversidad de regímenes específicos de transmisión, en función de que los valores e instrumentos financieros se encuentren o no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.
- 10.- La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre los valores e instrumentos financieros anotados en cuenta.

Normas citadas más destacables

## Bibliografía

\* \* \*

## ABREVIATURAS

CC	Real Decreto de 24 de julio de 1889 disponiendo la publicación en la <i>Gaceta de Madrid</i> de la edición reformada del Código Civil.
CCom	Real Decreto de 22 de agosto de 1885 (Gracia y Justicia) por el que se publica el Código de Comercio.
DSI	Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables –conocida como Directiva de Servicios de Inversión-.
Ley 41/1999	Ley 41/1999, de 12 de noviembre, de sistemas de pagos y de liquidación de valores.
Ley 47/2007	Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero	Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero
LH	Texto refundido de la Ley Hipotecaria, aprobado por Decreto de 8 de febrero de 1946.
LMV (o Ley del Mercado de Valores)	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
LSA (o Ley de Sociedades Anónimas)	Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

<i>MiFID</i>	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros -conocida por las siglas de su nombre en inglés, <i>MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)</i> -.
<i>RCDI</i>	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario.
RD 1416/1991	Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.
RD 116/1992	Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.
RD 291/1992	Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
RRM (o Reglamento del Registro Mercantil)	Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

\* \* \*

## 1.- INTRODUCCIÓN.

- El instrumento financiero es una categoría jurídica que, aunque fue incorporada al ordenamiento jurídico comunitario y, en consecuencia, al español con posterioridad a la regulación de los valores negociables convirtiéndose en una figura subsidiaria de éstos<sup>1</sup>, tras la última regulación positiva de la materia<sup>2</sup> se ha convertido en una categoría genérica que comprende como especie -principal- los valores negociables<sup>3</sup>. No obstante, el ordenamiento

---

<sup>1</sup> *Vid.* artículo 2, párrafos segundo y tercero, en la antigua redacción dada por el artículo 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, por medio de la cual se transpuso la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (en adelante, DSI).

<sup>2</sup> Correspondiente a la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, Ley 47/2007) -norma por la que, a su vez, se transpone al ordenamiento español la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros-.

<sup>3</sup> *Vid.*, sobre la relación existente entre los conceptos *valor negociable e instrumento financiero* en el periodo inmediatamente anterior a la promulgación de la citada Ley 47/2007, y la dependencia entonces del segundo respecto del primero, CACHÓN BLANCO, E., “Valores negociables e instrumentos financieros”, en *Cuadernos de la RDBB*, 4, 1996, págs. 9 y ss.; LÓPEZ SANTANA, N., “El ámbito objetivo del mercado de valores:

jurídico sigue centrando su atención en el régimen de los valores negociables, y éste se aplica de forma subsidiaria a los restantes instrumentos financieros, con las adaptaciones precisas (art. 2.8, segundo párrafo, LMV).

- Los valores negociables -o mobiliarios - pueden ser representados por medio de títulos-valor o en forma de anotaciones en cuenta (art. 5 LMV). Los instrumentos financieros pueden igualmente ser objeto de una u otra forma de representación. El ordenamiento español establece la obligación de que todos los valores e instrumentos financieros negociados en un mercado secundario oficial se representen por medio de anotaciones en cuenta. Este hecho permite evaluar la gran importancia del régimen jurídico que se ocupa de la *representación*, la *constitución o emisión*, la *transmisión*, el *ejercicio de derechos* y la constitución de *derechos reales limitados* sobre valores anotados en cuenta. La correcta comprensión de ese régimen se apoya en el conocimiento previo del *concepto* y de la *naturaleza jurídica* de valor anotado en cuenta. A su vez, estas dos cuestiones encuentran una mejor explicación si se tienen en cuenta los *antecedentes* históricos de los valores anotados y las *soluciones adoptadas en otros países* para regular esta institución jurídico-económica.

En las líneas siguientes procuraremos dar respuesta a estas cuestiones.

## 2.- EL PROCESO DE DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES. ANTECEDENTES HISTÓRICOS Y COMENTARIO DE ALGUNAS CUESTIONES DE DERECHO COMPARADO.

- Históricamente los valores negociados en Bolsa y en otros mercados financieros se representaban por medio de títulos-valor. La gran perfección de la configuración jurídica de los títulos les permitió prestar muy eficientemente su función de representación y traslación de la riqueza mobiliaria. Concretamente, las acciones de sociedad anónima y los distintos tipos de valores de deuda pública proliferaron y crecieron en los mercados gracias, entre otras razones, a esta forma de representación.

---

delimitación del concepto «valor negociable» tras la introducción del concepto «instrumento financiero» y aproximación a este último”, en *RDBB*, 2002, págs 75 y ss.

- Pero este proceso terminó desembocando en una *crisis de éxito* de los títulos-valor, conocida como la *crisis del papel*. Una de las expresiones paradigmáticas de esta crisis fue el *paperwork crunch* que tuvo lugar cuando en 1968 se llegaron a negociar en *New York Stock Exchange* cantidades que ascendían a veinte y veintiún millones diarios de acciones. En esas circunstancias se multiplicó el número de errores materiales en las transacciones y se elevó su coste de tramitación, perjudicando seriamente a la fiabilidad del mercado. Este fenómeno se produjo en mayor o menor medida en los principales mercados bursátiles del mundo. La Bolsa de Madrid lo acusó a finales de la década de 1980.

- En el ámbito de la deuda pública la masificación de los títulos-valor ya había causado problemas mucho tiempo antes. En Alemania, en 1882, el *Bank des Berliner Kassenvereins* gestionaba un sistema de depósito colectivo de títulos de deuda pública, por medio del cual se paliaban los inconvenientes derivados de la manipulación de los numerosísimos títulos de la deuda imperial.

- La experiencia alemana dio lugar al desarrollo de una elaborada doctrina jurídica que creó el nuevo concepto derechos-valor -*Wertrechte*-, alternativo al concepto título-valor. El título-valor es una representación documental y, por tanto, material de un derecho. Por el contrario, el derecho-valor es una representación registral y, en consecuencia, desmaterializada de un derecho. Por medio del Decreto de 5 de enero de 1940, Alemania recogió esta doctrina en una norma jurídica, previendo que las obligaciones del Estado no se incorporasen a títulos-valor, sino que se representaran como *créditos registrados de la Deuda -Schuldbuchforderungen-*.

La experiencia norteamericana, sin detenerse en grandes debates dogmáticos, dio lugar a la modificación en 1975 de la todavía hoy vigente *Securities and Exchange Act* de 1934, creando una estructura más eficiente que resolvió los problemas de la operativa con valores -en aquél momento se potenció un sistema de *Transfer Agents* y de *Clearing Agencies*, se creó el *National Institutional Delivery System* y se facultó a la *Securities Exchange Commission* para que promulgara las normas reguladoras del sistema-.

- El régimen español de los valores anotados encuentra algunos de sus principales fundamentos, en los referidos resultados alcanzados en Alemania y en Estados Unidos<sup>4</sup>.

### 3.- LA DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES EN EL DERECHO ESPAÑOL.

#### 3.1.- LOS SISTEMAS CORRECTORES.

- La norma fundamental del régimen de los valores anotados en cuenta es la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores -cuya redacción actual es fruto de diversas modificaciones del texto originalmente promulgado, ejercidas por normas posteriores-.

Antes de llegar a esa solución, el legislador español intentó diversas formas de superar la crisis de los títulos-valor.

- Una primera vía de solución, que pronto se mostró insuficiente, fueron los llamados *sistemas correctores*. Se mantenía la incorporación de los valores a títulos-valor, pero se intentaban *corregir* los problemas generados por la gestión material de las ingentes masas de títulos. Cabe citar a este respecto los *títulos múltiples* y el *sistema de fungibilidad*, regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios.

#### 3.2.- LOS SISTEMAS SUSTITUTIVOS.

- La segunda vía, la actual, consiste en un *sistema sustitutivo* de los títulos-valor, en el que éstos ceden paso a un instrumento jurídico nuevo, la anotación en cuenta, fundamentado en la representación registral de los valores. Antes de implantar en 1988 este régimen de forma general en todos los Mercados de Valores, el legislador español fue ensayándolo gradualmente -y comprobando su éxito- con los valores de Deuda Pública. En la Ley 11/1977, de 4 de enero, general presupuestaria, se previó por primera vez la posibilidad

---

<sup>4</sup> Entre los distintos sistemas existentes en el ámbito internacional, merecen ser destacados el de Dinamarca, por ser el primer país que, en 1988, estableció la desmaterialización total obligatoria de todos los valores, y el de Francia, por su alto grado de desarrollo.



de representar la Deuda del Estado por medio de anotaciones en cuenta, pero no se llevó a la práctica. Esta mera previsión se realizó también en las leyes de Presupuestos del Estado de 1979, 1980 y 1981<sup>5</sup>. Tras estas normas llegó la primera emisión efectiva de valores anotados en cuenta, obra del Real Decreto 1849/1981, de 20 de agosto, por el que se acordó la emisión de Deuda del Tesoro, interior y amortizable, y la Orden Ministerial de 16 de septiembre de 1981, que desarrolló este Real Decreto y dio lugar a la emisión de Pagarés del Tesoro anotados en cuenta, gracias a un "sistema de referencias técnicas". En esta misma línea, el Real Decreto 656/1982, de 3 de abril, sobre emisión de Deuda Pública interior y amortizable, desarrollado por la Orden Ministerial de 3 de abril de 1982, continúa con la emisión de Pagarés del Tesoro anotados en cuenta. El resultado satisfactorio del sistema llevó a que la Ley 21/1986, de 23 de diciembre de presupuestos Generales del Estado para 1987, previera la ampliación del ámbito objetivo de los valores anotados en cuenta, que, por el momento, se estaba restringiendo a los Pagarés. El Real Decreto 2640/1986, de 30 de diciembre, y la Orden Ministerial de 22 de enero de 1987, extienden este ámbito por medio de la emisión de Bonos del Estado anotados en cuenta. Finalmente, el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, establece que la anotación en cuenta sea la única forma de representación de toda la Deuda del Estado. Este Real Decreto, hoy vigente, con diversas modificaciones, se aplica a toda la Deuda Pública.

3.3.- EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA ESTABLECIDO POR LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.

3.3.1.- LAS PRINCIPALES NORMAS INTEGRANTES DE SU RÉGIMEN JURÍDICO.

- La principal norma integrante del régimen jurídico de los valores anotados es la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores -que ha sido modificada por diversas

---

<sup>5</sup> Cfr. Ley 1/1979, de 19 de julio, de Presupuestos del Estado para 1979, art. 21.1.1º, párrafo segundo; Ley 42/1979, de 29 de diciembre, de Presupuestos del Estado para 1980, art. 23.1.1º, párrafo cuarto; Ley 74/1980, de 29 de diciembre, de Presupuestos del Estado para 1981, art. 24.1.1º, párrafo cuarto.

normas, entre las que merecen ser destacadas: la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero y la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores-. Junto a ésta, son muchas las normas integrantes de ese régimen, pero podemos destacar las siguientes:

El Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.

El Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

El Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

El Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.

La Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.

- El *ámbito de aplicación* de este régimen puede delimitarse desde un punto de vista objetivo y desde uno subjetivo.

a) El *ámbito objetivo* de aplicación del régimen de las anotaciones en cuenta recae sobre los *instrumentos financieros*, dentro de los cuales ocupan un lugar destacado los *valores negociables* -o mobiliarios- (art. 2.1 LMV), por ser el instrumento financiero con régimen jurídico más rico, del cual se benefician los demás instrumentos financieros acudiendo a él con carácter subsidiario.

b) Desde un punto de vista *subjetivo* la vinculación al régimen de las anotaciones en cuenta puede ser originaria y voluntaria.

- Se encuentran vinculadas de forma *originaria* las entidades que forman la estructura organizativa del Mercado de Valores y que hacen que funcione el sistema de anotaciones.

Algunas están directamente relacionadas con la llevanza del *registro de anotaciones*, que es una cuestión fundamental de este régimen. Se deduce del artículo 7 de la Ley del Mercado de Valores que estas entidades son la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (arts. 7.3 y 44 bis.1.a LMV), las Sociedades y las Agencias de Valores (art. 7.2 LMV), las Entidades de Crédito (art. 65.1 LMV), las Sociedades Rectoras de las Bolsas (art. 7.3 LMV).

Por diversas razones, también se encuentran vinculadas subjetivamente con el régimen de las anotaciones en cuenta las siguientes entidades: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 14 LMV), las Sociedades Gestoras de Carteras (art. 64 LMV), las entidades rectoras de los distintos mercados secundarios, las Entidades de Contrapartida Central (art. 44 ter LMV).

- Se encuentran vinculados de forma *voluntaria* los emisores de valores (arts. 5, 6, 7 y 9 LMV) y los *suscriptores* de valores.

3.3.2.- CATALOGACIÓN DEL SISTEMA ESPAÑOL DE ANOTACIONES EN CUENTA COMO UN SISTEMA DE DESMATERIALIZACIÓN TOTAL FACULTATIVA.

- La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, establece en España un sistema general de anotaciones en cuenta, aplicable a todos los valores, públicos y privados. La representación por medio de anotaciones en cuenta no es obligatoria para los emisores privados, pues pueden optar por la representación por medio de títulos-valor; por eso el nuestro es un sistema de *desmaterialización total facultativa*. No obstante, la *obligatoriedad de anotar en cuenta todos los valores e instrumentos financieros negociados en los mercados secundarios* reduce mucho la importancia de los títulos-valor en los Mercados de Valores.

4.- LOS REGISTROS CONTABLES, PIEZA CLAVE DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA.

- Los registros contables de valores son la *pieza clave del sistema de anotaciones en cuenta* -tanto por lo que se refiere a la *constitución o existencia* de los propios valores anotados e instrumentos financieros como por que respecta a la *negociación y operativa* sobre los valores en los mercados-.

#### 4.1.- LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS REGISTROS CONTABLES.

- La eficacia material de una inscripción en un registro contable de valores es válida tanto *inter partes* como *erga omnes*. Esto permite calificar los registros de valores como *registros de "seguridad jurídica"*. No son, sin embargo, registros administrativos, pues: el gestor del registro no es un funcionario, sino una sociedad mercantil; los asientos y certificados expedidos por estos registros no están revestidos de carácter público; la *oponibilidad* frente a terceros del contenido del registro tiene eficacia desde el punto de vista *material*, pero no desde el punto de vista *formal*<sup>6</sup>.

- Por razón del objeto inscribible, también podemos calificar a éstos como *registros de bienes*. Concretamente, los valores negociables y los instrumentos financieros son *bienes inmateriales*. No obstante, a pesar de su calificación como registros de bienes, los registros de valores no se estructuran siguiendo el principio de *folio real*, sino que, como veremos, su estructura interna sigue *principios contables*.

#### 4.1.1.- LOS RASGOS TÉCNICOS DE LOS REGISTROS CONTABLES.

- La llevanza material de los registros contables de valores se realiza por *medios informáticos*. Esto elimina de raíz la posibilidad de que pueda producirse en los mercados una *crisis del papel*, por crecimiento desmesurado del número de títulos negociados en el

---

<sup>6</sup> La *publicidad formal* sí se produce, sin embargo, en los registros administrativos, como el Registro Mercantil, el Registro de la Propiedad o el Registro Civil.

mercado. Además, la informatización, junto con el carácter inmaterial de los valores e instrumentos financieros, aporta una evidente rapidez en la gestión. Una ventaja fundamental del recurso a la informática es la fácil interconexión de los mercados de valores -como sucede con el Sistema de Interconexión Bursátil (art. 49 LMV)-.

- Otro rasgo técnico de estos registros es su *configuración contable*. A pesar de que éstos sean registros de bienes, se organizan por medio de cuentas abiertas a nombre de las personas titulares de esos bienes. Desde un punto de vista *funcional*, se puede establecer una analogía con las cuentas bancarias de dinero. Los registros contables de valores se estructuran internamente por medio de cuentas abiertas a nombre de los titulares de los valores e instrumentos financieros; en ellas hay *saldos* de valores e instrumentos financieros; las transmisiones se realizan por medio de *transferencias contables*, las cuales dan lugar a un *cargo* en la cuenta del transmitente y el consiguiente *abono* en la cuenta del adquirente.

#### 4.1.2.- EL PRINCIPIO DE PUBLICIDAD EN LOS REGISTROS CONTABLES.

- Para que un *registro "de seguridad"*, como los de anotaciones en cuenta, despliegue adecuadamente su eficacia debe estar revestido de publicidad. Esa publicidad tiene un doble aspecto: material y formal. Los registros contables están dotados de publicidad material, pero su publicidad formal tiene claras deficiencias.

##### 4.1.2.1.- LA PUBLICIDAD MATERIAL DE LOS REGISTROS CONTABLES.

- La *publicidad material* de los registros de anotaciones en cuenta supone que una vez inscrito en el registro un hecho relacionado con los valores se presume que éste es conocido por los terceros. Si un tercero ignora el dato inscrito en el registro él debe asumir las consecuencias de su desconocimiento -aspecto positivo de la publicidad-. En sentido contrario, si un dato todavía no se ha inscrito en el registro contable, no se puede oponer frente a terceros -aspecto negativo de la publicidad-.

Dentro del sistema de anotaciones en cuenta, la publicidad material encuentra su principal concreción en los artículos 11 de la Ley del Mercado de Valores y 15 del Real

Decreto 116/1992, que establecen el *principio de legitimación*, conforme al cual la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo frente a aquellos que deban satisfacerle en el ejercicio de los derechos comprendidos por el valor<sup>7</sup>.

La publicidad material también se refleja cuando el artículo 11 de la Ley del Mercado de Valores presume, en beneficio del titular inscrito, la exactitud de los asientos contables, salvo prueba en contrario. Encontramos una manifestación más en los artículos 9.2 de la Ley del Mercado de Valores y 12.2 del Real Decreto 116/1992, en los que se prevé que la transmisión de valores será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción. Con especial rigor se apoya el ordenamiento en este principio de publicidad material al establecer en los artículos 9.3 de la Ley del Mercado de Valores y 12.3 del Real Decreto 116/1992 la *irrevindicabilidad* de los valores adquiridos a non domino a título oneroso por el tercero que, de buena fe y sin culpa grave, confió en el contenido del registro.

#### 4.1.2.2.- LA PUBLICIDAD FORMAL DE LOS REGISTROS CONTABLES.

- La *publicidad formal*, los medios por los que los terceros pueden conocer el contenido de los registros, está mal resuelta en el sistema de anotaciones en cuenta, es insuficiente<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Por ejemplo: cobro de dividendos, asistencia a Junta General de accionistas, ejercicio de derechos de suscripción preferente.

<sup>8</sup> Comparando el registro de anotaciones en cuenta con el Registro de la Propiedad Inmobiliaria –en el que en gran medida encuentra su inspiración y modelo-, se aprecian claramente las carencias del sistema de anotaciones en cuenta en materia de publicidad formal.

En el sistema hipotecario los Registros son públicos para cuantos tengan un interés conocido en averiguar su contenido (arts. 221 LH y 607 CC). El Título VIII de la LH tiene como rúbrica “De la publicidad de los Registros” y en él se regulan los instrumentos de que disponen los terceros para conocer el contenido del registro –exhibición de libro, emisión de notas simples y expedición de certificaciones-, la responsabilidad del Registrador caso de divergencias entre certificación y asiento, el recurso para exigir responsabilidad al Registrador, plazo del que dispone el Registrador para expedir la certificación, etc.

Si un tercero quiere conocer algún dato de un registro de anotaciones, todo lo que ofrece a este respecto el sistema de anotaciones consiste en que el titular de los valores o instrumentos anotados muestre al tercero interesado un certificado de legitimación expedido al efecto a solicitud del titular. Los terceros no pueden consultar directamente el contenido de los registros de anotaciones en cuenta ni están facultados para solicitar para sí la expedición de certificados (arts. 12 LMV y 18 a 21 RD 116/1992). En este aspecto el régimen de las anotaciones en cuenta debiera modificarse, permitiendo de algún modo, preservando la seguridad, que los terceros que tengan un *interés conocido* puedan acceder, siquiera parcialmente, al contenido del registro.

#### 4.2.- LA ESTRUCTURA Y LA ORGANIZACIÓN DE LOS REGISTROS CONTABLES Y DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS DE LA LLEVANZA DE ESTOS REGISTROS.

- Los *sujetos* directamente implicados en esta labor son:

- las llamadas *Entidades encargadas* de la llevanza de un registro de anotaciones en cuentas -que, básicamente, son las *sociedades de valores* (art. 64.2 LMV), las *agencias de valores* (art. 64.3 LMV) y las *entidades de crédito* (art. 65.1 LMV)-;
- la *Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores* -también denominada por la Ley del Mercado de Valores como *Sociedad de Sistemas* (art. 44 bis LMV)-;
- *entidades financieras*, distintas de la Sociedad de Sistemas, *autorizadas* por el Gobierno a ejercer todas o algunas de las funciones comprendidas en el artículo 44 bis, apartado 1, de la Ley del Mercado de Valores -entre otras, prestar a los mercados secundarios oficiales, a otros mercados regulados y a sistemas multilaterales de negociación los servicios de *registro contable*,

*compensación y liquidación* de valores y de efectivo- (art. 44 bis, apartado 11, LMV)<sup>9</sup>;

- los *emisores* de valores y
- los *titulares* de valores o de instrumentos financieros.

- El principal criterio relativo a la *estructura de los registros de anotaciones en cuenta* es si los valores o instrumentos inscritos están o no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

*Si están admitidos a negociación en un mercados secundario oficial* el registro se organiza con una estructura de *doble escalón*, que, como veremos, implica a varias entidades.

*Si no están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial* el registro es más sencillo, pues lo lleva una sola entidad.

4.2.1.- LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.

- El número de razones que explican la conveniencia de acudir a esta forma de representación es menor en el caso de que no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial que en el caso contrario. Una causa que lo justifica es la negociación de los valores o instrumentos en mercados secundarios organizados o no oficiales. Por otro lado, el registro contable de valores permite a la entidad emisora de éstos trasladar a un tercero

---

<sup>9</sup> Esta medida ha sido una de las grandes novedades de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros -conocida por las siglas de su nombre en inglés, *MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)*, transpuesta al ordenamiento español por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores-, acabando con el carácter exclusivo con el que estas funciones eran desarrolladas por determinadas entidades. Esto abre la puerta a la *libre competencia* en este sector del mercado europeo y a la existencia de tres nuevas *libertades* –de *elección*, de *designación* y de *acceso*–, que comentamos en líneas inferiores.



comisionista -la Entidad encargada del registro- la llevanza de la gestión y control de los valores.

- En este caso la organización del registro es sencilla, pues basta con que el emisor de los valores acuda a una entidad facultada para la llevanza del registro contable de valores anotados y le encargue el registro de la emisión.

El sistema prevé que, para cada emisión de valores, la emisora acuda a una *única Entidad* para la llevanza del registro de anotaciones en cuenta (art. 7.1 LMV) -no es necesario que una emisora acuda siempre a la misma Entidad, pero si es obligatorio que cada emisión se encomiende a una sola Entidad-. Pueden encargarse de la llevanza del registro contable las Sociedades de Valores, las Agencias de Valores, las Entidades de Crédito y la Sociedad de Sistemas -esta última, a estos efectos, actuará como una Agencia de Valores- (arts. 7.2 LMV y 45 a 54 RD 116/1992).

Antes de que la emisora encomiende a la encargada del registro contable esta labor, deberá inscribir en esta designación en el registro que la Comisión Nacional del Mercado de Valores lleva al efecto. Posteriormente la emisora de los valores es libre de cambiar la Entidad encargada del registro contable.

- En cuanto al modo concreto de la llevanza del registro contable de una emisión de valores, el artículo 47.1 del Real Decreto 116/1992 dispone que la Entidad encargada se ocupará de que el registro refleje en todo momento el saldo de los valores que corresponda a cada titular y realizará los desgloses oportunos para que, a pesar de la fungibilidad de los valores, consten las circunstancias que específicamente afecten a cada uno -por ejemplo, una prenda o un embargo-.

4.2.2.- LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES. REFERENCIA AL CASO ESPECÍFICO DE LOS VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN BOLSA.

- La llevanza del registro contable de valores e instrumentos financieros anotados en cuenta es más compleja cuando éstos son negociados en mercados secundarios oficiales. Para simplificar su análisis, nos centraremos en el registro de los valores admitidos a cotización en Bolsa, pues el régimen de los restantes mercados secundarios es análogo en este aspecto al del mercado bursátil.

- Con carácter general, podemos observar que la estructura del registro en los mercados secundarios oficiales sigue un sistema de *doble escalón* o de *doble registro*. Ese doble registro da lugar a la existencia de un *registro central* y una red de entidades *participantes*, vinculadas a ese registro central, encargadas de la llevanza del registro contable de detalle de los valores e instrumentos financieros.

La llevanza del registro contable central de cada uno de los mercados secundarios oficiales corresponde a la entidad que se determine en cada caso, sea reglamentariamente o por decisión de los órganos rectores de dichos mercados o sistemas organizados de negociación (art. 7.3, segundo párrafo, LMV). El artículo 8 de la Ley 41/1999 dispone que, sin perjuicio de que puedan reconocerse nuevos sistemas en el futuro -tal y como prevé el artículo 4 de esa misma Ley-<sup>10</sup> se consideran y reconocen como sistemas españoles de compensación y liquidación de valores y productos financieros los siguientes:

Los *sistemas de compensación y liquidación de valores negociados en las Bolsas de Valores*, gestionados por la *Sociedad de Sistemas*, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 44 bis de la Ley del Mercado de Valores, -cuya regulación se contiene en dicha Ley y en su normativa de desarrollo-.

El *Servicio de Compensación y Liquidación de la Bolsa de Valores de Barcelona*, gestionado por la «*Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, Sociedad*

---

<sup>10</sup> Vid. las disposiciones introducidas a este respecto en la Ley del Mercado de Valores por la Ley 47/2007 –especialmente, los artículos 44 bis a 44 sexies LMV-.

*Anónima»* -regulado por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y sus disposiciones de desarrollo estatales y autonómicas-.

El *Servicio de Compensación y Liquidación de la Bolsa de Valores de Bilbao*, gestionado por la «*Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao, Sociedad Anónima*», -regulado por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y sus disposiciones de desarrollo estatales y autonómicas-.

El *Servicio de Compensación y Liquidación de la Bolsa de Valores de Valencia*, gestionado por la «*Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia, Sociedad Anónima*», -regulado por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y sus disposiciones de desarrollo estatales y autonómicas-.

El *sistema de compensación y liquidación relativo a las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones* gestionado por la *Sociedad de Sistemas*, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 44 bis de la Ley del Mercado de Valores.

Los *regímenes de compensación y liquidación* de los contratos negociados en los mercados «*MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, Sociedad Anónima*», y «*MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, Sociedad Anónima*», gestionados por dichas sociedades rectoras y autorizados por el Ministro de Economía y Hacienda, de conformidad con lo previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio.

El *sistema de compensación y liquidación* de «*AIAF Mercado de Renta Fija, Sociedad Anónima*», cuyo funcionamiento fue autorizado por el Ministro de Economía y Hacienda, de conformidad con lo previsto en el artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores.

4.2.2.1.- LA ESTRUCTURA DE *DOBLE ESCALÓN* DEL REGISTRO CONTABLE DE VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN BOLSA.

- La llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en Bolsa corresponde, con carácter necesario, a la *Sociedad de Sistemas*, que se ocupa del Registro Central, y a las *Entidades participantes* autorizadas para ello (art. 7.3, primer párrafo, LMV). A esta estructura se le denomina sistema de *doble escalón*.

Por otro lado, si los valores están admitidos a cotización exclusivamente en una de las Bolsas de Valores existentes en España, su registro contable podrá llevarse por el propio servicio de compensación y liquidación creado por la Sociedad Rectora de la Bolsa respectiva -así sucede en el caso de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, mientras que la Bolsa de Madrid encomienda esta función a la Sociedad de Sistemas- (art. 7.6 LMV).

#### 4.2.2.1.1.- EL REGISTRO CENTRAL.

- La *Sociedad de Sistemas*, regulada en sus aspectos básicos por el extenso artículo 44 bis de la Ley del Mercado de Valores, lleva el *Registro Central* de anotaciones en cuenta, en el que tienen abiertas cuentas las *Entidades participantes* en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas. Cada Entidad participante tiene abiertos dos tipos de cuentas con cada categoría de valores fungibles entre sí (art. 31.1 RD 116/1992):

Una cuenta que refleja el saldo de los valores de los que sea titular la propia Entidad participante.

Otra cuenta que refleje el saldo global de los valores de esa categoría que la Entidad participante tenga registrados en sus cuentas a nombre de terceros, es decir, de sus clientes.

- La *Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores* o *Sociedad de Sistemas* asume todas las funciones anteriormente desarrolladas por el desaparecido *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*. A este respecto es muy clarificador lo establecido en la disposición adicional decimoséptima de la Ley del Mercado de Valores, redactada por el artículo 1.5 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, cuyo tenor literal es el siguiente: “Las menciones específicas al «Servicio de Compensación y Liquidación de Valores» y a la Central de

Anotaciones del Banco de España, efectuadas en el articulado de esta u otras disposiciones normativas, se entenderán hechas a la «Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores».

La *creación de la Sociedad de Sistemas y los aspectos esenciales de su régimen* se contemplan en el artículo 44 bis de la Ley del Mercado de Valores. Con más detalle, se ocupa de ella la Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo, que aprueba el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores<sup>11</sup>.

#### 4.2.2.1.2.- LAS ENTIDADES PARTICIPANTES.

- Si el primer escalón lo constituye el Registro Central, el segundo escalón está formado por los *registros contables de detalle*<sup>12</sup> que llevan las *Entidades participantes*.

Al igual que sucede en el Registro Central, en los registros contables de detalle se llevan, con referencia a cada valor, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los valores que le pertenezcan (art. 31.2 RD 116/1992). Por tanto, en este escalón se produce la identificación de los saldos de los valores que estaban inscritos en las cuentas de terceros del Registro Central, lo que permite su vinculación con el nombre del titular<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Vid. CAZORLA PRIETO, L. M.º/ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, I., *Código de la reforma del Sistema Financiero*, Cizur Menor (Navarra), 2004, donde se pueden consultar, entre otras, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero y la Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo, que aprueba el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores.

<sup>12</sup> Así denominados por el artículo 33.1 del Real Decreto 116/1992.

<sup>13</sup> En este punto se evidencian dos de las características esenciales de los valores anotados en cuenta, que veremos más adelante y que en la representación en forma de títulos-valor resultan características incompatibles: la nominatividad y la fungibilidad.

La nominatividad, porque en todo caso los valores terminan siendo identificados con el nombre de su titular. La fungibilidad se hace evidente al considerar que, tanto en las cuentas de terceros llevadas en el registro central, como en la cuenta de cada titular llevada en la Entidad adherida, la individualización de los valores, *strictu sensu*, no tiene lugar, es irrelevante porque éstos son fungibles entre sí.

La identificación de los valores de los que son titulares las Entidades participantes no tiene lugar en este escalón, sino en el anterior, ya que ellas sí pueden tener abiertas cuentas a nombre propio en la Sociedad de Sistemas.

#### 4.2.2.2.- LA ORGANIZACIÓN INTERNA DEL REGISTRO CONTABLE DE VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN BOLSA.

- El control de los valores será facilitado por las **referencias de registro** que son atribuidas a cada saldo de valores. La Sociedad de Sistemas llevará un fichero de las referencias de registro de los saldos de los valores inscritos en el Registro Central y correspondientes a cada Entidad participante -ya sean valores inscritos a nombre de la propia Entidad participante o inscritos en sus cuentas de terceros-. Cada Entidad participante llevará también un fichero de las referencias de registro que correspondan a los saldos de los valores que están inscritos en su registro contable de detalle (art. 32.1 RD 116/1992). Para asegurar que el sistema será seguido con rigor, el artículo 32.2 del Real Decreto 116/1992 impone que no se podrá practicar "abono o adeudo alguno en las cuentas sin que esté expedida o dada de baja la referencia de registro correspondiente". Las reglas técnicas que detallen la configuración de las referencias de registro procurarán asegurar la identificación individualizada de cada operación sobre valores; estas reglas serán fijadas por la Sociedad de Sistemas (art. 32.3 RD 116/1992).

Cuando un valor se vea afectado por una situación especial se mantendrá bajo el oportuno control y, en todo caso, serán objeto de desglose aquellos valores sobre los que se haya constituido un derecho real limitado u otra clase de gravamen y aquéllos respecto de los que esté expedido certificado de legitimación (art. 32.3 RD 116/1992). El desglose del valor se efectuará en aquella cuenta en la que el valor se individualiza -siguiendo para ello las directrices del artículo 31.5 del Real Decreto 116/1992-.

- Pesa sobre la **Sociedad de Sistemas** la responsabilidad de una cuádruple **actividad de control** (art. 33.1 RD 116/1992):

- control de los saldos de las cuentas de valores del Registro Central correspondientes a cada Entidad participante;
- control de los saldos de las cuentas de los registros contables de detalle llevados por las Entidades participantes;
- cuidará de la correspondencia de la suma de tales saldos con el número total de valores que integran cada emisión;
- llevará también control de los valores que hayan sido tomados en préstamo para dar cumplimiento al sistema de aseguramiento de la entrega de valores<sup>14</sup> o al sistema de crédito para operaciones de contado.

El artículo 33.2 del Real Decreto 116/1992 faculta a la Sociedad de Sistemas para servirse de los sistemas de comprobación que estime precisos para hacer efectiva su actividad de control. Para facilitar este control y en la medida en que lo exijan los sistemas de comprobación de la Sociedad de Sistemas, las Entidades participantes mantendrán informada a la Sociedad de Sistemas y, en general, contribuirán con ella en cuanto les corresponda (art. 33.2 RD 116/1992).

#### 4.2.3.- LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN OTROS MERCADOS REGULADOS Y EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN

- Tras la transposición de la *MiFID*, la Ley del Mercado de Valores amplía las posibilidades de constitución de *mercados regulados*<sup>15</sup> y crea una nueva estructura para la negociación de instrumentos financieros, los *sistemas multilaterales de negociación*<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> El artículo 57 del Real Decreto 116/1992 contempla el préstamo de valores requerido por el sistema de aseguramiento para la entrega de valores en la fecha de liquidación.

<sup>15</sup> *Vid.* arts. 31 y 31 bis LMV.

<sup>16</sup> *Vid.* arts. 118 a 127 LMV.

No es este el lugar para extendernos en la exposición de su régimen, si bien parece oportuno hacer referencia a la llevanza del registro contable de valores y demás instrumentos financieros negociados en unos y otros.

- La *Sociedad de Sistemas* está revestida de las más amplias facultades en esta materia<sup>17</sup>. Por esta razón, puede ser designada por los representantes del mercado regulado o del sistema multilateral de negociación en cuestión para ocuparse de la llevanza del registro contable de los valores o instrumentos financieros de que se trate.

El artículo 44 bis, apartado 11, de la Ley del Mercado de Valores prevé que esta función también sea realizada por *entidades financieras autorizadas* por el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España.

En estos casos, será el Reglamento propio de cada mercado regulado o sistema multilateral de negociación el que disponga cuál es la estructura del registro contable de valores o instrumentos financieros<sup>18</sup>, si bien cabe pensar que en estos casos el registro será de *doble escalón*.

- La designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable podrá hacerse reglamentariamente o por decisión adoptada por los órganos rectores del mercado o del sistema multilateral de negociación<sup>19</sup>.

#### 4.2.4.- LAS LIBERTADES DE ELECCIÓN, DE DESIGNACIÓN Y DE ACCESO CON RELACIÓN A LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

- Hemos comentado en líneas superiores cómo la transposición de la MiFID ha dado lugar a la pérdida de la exclusividad con que la Sociedad de Sistemas y otras entidades

---

<sup>17</sup> Vid. art. 44 bis, apartado 1, LMV –en cuyas letras a) y c) se hace mención expresa de su habilitación para prestar servicios a mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación-.

<sup>18</sup> Vid. arts. 31 bis, apartado 2 g), y 120 LMV.

<sup>19</sup> Art. 7, apartado 3, párrafo segundo, LMV.



desarrollaban sus funciones de compensación y liquidación de la negociación sobre valores e instrumentos financieros, y la mayor apertura que esta medida supone a la libre competencia en los mercados financieros europeos.

Para la efectiva consecución de ese mayor grado de competencia, la Ley del Mercado de Valores reconoce tres libertades relacionadas con la actuación de las entidades que se ocupen de los sistemas de compensación y liquidación.

- a) *Libertad de elección del sistema de compensación y liquidación.* En virtud de ella, los mercados secundarios oficiales españoles pueden suscribir acuerdos con un sistema de compensación y liquidación de otro Estado miembro de la Unión Europea para realizar la compensación o liquidación de alguna o de todas las operaciones realizadas en el mercado (art. 44 quáter LMV).
- b) *Libertad de designación del sistema de liquidación.* Los mercados secundarios oficiales deben respetar y ofrecer a sus miembros la posibilidad de designar libremente el sistema de liquidación por medio del cual realizarán las operaciones en instrumentos financieros en ese mercado (art. 44 quinquies LMV)<sup>20</sup>.
- c) *Libertad de acceso a los sistemas de compensación y liquidación.* Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito de otros Estados miembros de la Unión Europea tendrán derecho a acceder libremente a los sistemas de compensación y liquidación existentes en territorio español, tanto para el desarrollo de negociación en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación españoles como en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación de otros Estados miembros de la Unión Europea (art. 44 sexies LMV).

---

<sup>20</sup> El artículo 44 quinquies LMV establece que condiciones deben cumplirse para que esta designación sea admisible.

#### 4.3.- LA RESPONSABILIDAD DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS DE LOS REGISTROS CONTABLES.

##### 4.3.1.- EL RÉGIMEN APLICABLE DE RESPONSABILIDAD CIVIL OBJETIVA DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS Y LAS CIRCUNSTANCIAS EN LAS QUE SE HACE EFECTIVA ESA RESPONSABILIDAD.

- Los artículos 7.5 de la Ley del Mercado de Valores y 27 del Real Decreto 116/1992 configuran un régimen de **responsabilidad civil objetiva** relativo a la actividad de las Entidades encargadas de los registros. Estos artículos hacen una enumeración *numerus apertus* de los supuestos de hecho que harán surgir esta responsabilidad y así se refieren a “la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general,” a “la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros”<sup>21</sup>. Otros supuestos de responsabilidad, como el extravío, robo o destrucción de los valores, no tienen cabida en el sistema de anotaciones en cuenta, dada la naturaleza de éstos. En todo caso, podría constituir responsabilidad de la Entidad encargada el extravío, robo o destrucción del propio registro contable, lo cual puede ser ocasión de perjuicios, aunque quepa la reconstrucción del registro.

---

<sup>21</sup> Con esta referencia genérica a “las reglas establecidas para la llevanza de los registros” el artículo 27 deja abierta la enumeración de los supuestos que generan responsabilidad de las Entidades encargadas. Llevar a término esa enumeración sería casi interminable, pues se puede decir que los supuestos son tantos cuantas actividades y obligaciones tienen estas Entidades, máxime cuando gran parte de su actividad la realizan como comisionistas.

La Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 116/1992 están sembrados de disposiciones relativas al deber de estas Entidades. El mismo artículo 28 del Real Decreto 116/1992, que sigue al que estamos comentando, establece para ellas la obligación de conservar “durante cinco años la información que permita reconstruir los asientos practicados a nombre de cada titular”. Por poner otro ejemplo, son meros botones de muestra, el artículo 50 del Real Decreto 116/1992, en su párrafo 3º, exige de las Entidades encargadas que, cuando se transmita la propiedad de valores sujetos a derechos reales limitados o gravámenes, notifiquen la inscripción de la transmisión al usufructuario, al acreedor pignoraticio o titular del gravamen; en su párrafo 4º, este mismo artículo, dispone que estas Entidades deberán procurarse siempre acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y hacerse con copias de los documentos que se hayan precisado para efectuar la transmisión y que deberán conservarlos como prevé el artículo 30 CCom

- El artículo 27.1 del Real Decreto 116/1992 precisa que **la incumplidora podrá ser** la Entidad encargada -utilizando este término en sentido estricto- o la Entidad participante o, en su caso, la Sociedad de Sistemas. El artículo 27.2 del Real Decreto 116/1992 se ocupa de precisar la doble vertiente de responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, ya que responderá no sólo por los perjuicios que le sean directamente imputables -entre los que se encuentran aquellos a los que ahora nos estamos refiriendo- sino también por su falta de diligencia en el ejercicio de la actividad de control y vigilancia del sistema -lo que puede suponer su corresponsabilidad por los perjuicios que causen las Entidades participantes-.

- Dada la configuración objetiva del régimen, **la Entidad incumplidora responderá del perjuicio causado en todo caso**, “salvo culpa exclusiva del perjudicado”, que habrá de ser probada en el supuesto de que concurra (arts. 7.5 LMV y 27.1 RD 116/1992). Este rigor viene justificado por la importancia de las facultades y atribuciones conferidas a estas entidades que constituyen una pieza clave en el sistema de anotaciones en cuenta. Entendemos que el llamado riesgo de empresa o riesgo profesional es una causa más que justifica esta exigencia en la responsabilidad de las Entidades encargadas, que habrán de aceptar cargar ellas -en vez de sus clientes- con las consecuencias perjudiciales de la actividad que es fuente de su lucro. Consiguientemente la responsabilidad se desprenderá del **dolo**, de la **mera culpa** e incluso del **caso fortuito**. Es decir, la Entidad encargada responde por su malicia o negligencia y también cuando el daño se cause por defectos de organización o funcionamiento del servicio, aunque el origen de éstos no sea debido a una actitud dolosa o culposa de la Entidad -subsiste el nexo de causalidad, pero no el elemento psicológico-. Ahora bien, cuando el perjuicio tenga su origen en un caso de fuerza mayor habrá ausencia de vínculo -tanto subjetivo, como causal- entre el actuar de la Entidad encargada y el hecho perjudicial, por lo que no procederá la atribución de responsabilidad a dicha Entidad, ya que tal atribución sería difícilmente explicable<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> En este sentido SANTOS MARTÍNEZ (en *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-, pág. 33 y nota 56 -*vid.* también la versión posterior de este trabajo: “Acciones y obligaciones

- La Sociedad de Sistemas deberá facilitar a los perjudicados la información de que disponga en relación con las actuaciones de las Entidades participantes que hayan originado los posibles perjuicios (art. 27.3 RD 116/1992).

- La **indemnización** que le corresponda efectuar a la Entidad encargada, en la medida de lo posible, **se hará efectiva en especie** si el perjuicio consistió en la privación de valores (arts. 7.5 LMV y 27.4 RD 116/1992). La exigencia de que la indemnización sea en especie cobra pleno sentido cuando se trate de valores cuya adquisición sería difícil para el inversor medio o pequeño, mientras que para la Entidad encargada, especializada en operar en el mercado, su obtención resulta mucho más fácil. La indemnización también podrá ser en dinero cuando el perjuicio causado no consista en la privación de valores o cuando, aunque así haya sido, la dificultad de adquisición a la que hacíamos referencia sea insalvable -por eso los artículos que comentamos, al referirse a la indemnización en especie, dicen que tendrá lugar “en la medida de lo posible” o cuando “ello sea razonablemente posible”-. También tendrá lugar la indemnización en dinero cuando el titular que se vio privado de los valores juzgue que el perjuicio causado no se satisface tan sólo con la restitución de éstos. En ese caso se darán de modo acumulado la indemnización en especie y la pecuniaria.

---

representadas mediante anotaciones en cuenta”, en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. [coords.], en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II [*Capital y acciones*], Vol. 1, págs. 341 y ss.-) hace referencia entre sus argumentaciones al régimen de responsabilidad objetiva establecido por la Ley de uso y circulación de vehículos de motor -texto refundido reformado por el RD 1301/1986 de 28 de junio-, cuyo art. 1 pone como límite de la responsabilidad “la fuerza mayor extraña a la conducción o al funcionamiento del vehículo”.

Mantiene una opinión contraria DÍAZ MORENO (en “La prenda de anotaciones en cuenta”, en *RCDI*, 1991, nº 603, pág. 386), quien piensa que las Entidades encargadas responden también por fuerza mayor y contempla entre los supuestos de hecho que podrían generar esa responsabilidad los cortes de fluido eléctrico, el colapso en las líneas telefónicas, la entrada de un *virus informático* en el registro... En nuestra opinión, estos hechos podrían ser, a lo sumo, objeto de responsabilidad por una actuación *negligente* de la Entidad, pues muchas veces se pueden evitar sus consecuencias con adecuadas medidas preventivas; pero, en aquellos casos en que su origen se encuentre exclusivamente en la fuerza mayor, la total desvinculación entre los hechos y la Entidad la exoneran de responsabilidad.

Cuestión distinta es que la Entidad encargada, *motu proprio*, quiera hacer suyo el interés de sus clientes, respondiendo por las consecuencias del daño que les cause, por ejemplo, una compañía operadora de telefonía, cuyas líneas no prestan el servicio adecuado.

#### 4.3.2.- EL SOMETIMIENTO DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS A UN RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA.

- Las Entidades encargadas se encuentran también sometidas al régimen de responsabilidad administrativa, o de cualquier otro orden, que resulte procedente (art. 27.5 RD 116/1992). Son de aplicación en este punto, especialmente, las normas previstas en el Título VIII de la Ley del Mercado de Valores, que establecen un régimen general de supervisión, inspección y sanción a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

#### 5.- EL CONCEPTO DE INSTRUMENTO FINANCIERO Y DE VALOR NEGOCIABLE. SU REPRESENTACIÓN REGISTRAL POR ANOTACIÓN EN CUENTA.

##### 5.1.- LA CATEGORÍA INSTRUMENTO FINANCIERO. LAS RELACIONES DE DEPENDENCIA MUTUAS ENTRE LAS FIGURAS INSTRUMENTO FINANCIERO Y VALOR NEGOCIABLE.

- Instrumento financiero es una institución que aparece en el ordenamiento jurídico español con posterioridad a los valores negociables o mobiliarios. Ha recibido dos tratamientos normativos distintos.

- En su primera redacción, de 1988, la Ley del Mercado de Valores sólo se ocupaba de los valores negociables. Sin embargo, la práctica comercial había dado lugar a la aparición en el mercado de numerosos productos financieros atípicos, que generaban un cierto grado de indeterminación conceptual y, lo que es más importante, carecían de un régimen jurídico propio completo<sup>23</sup>.

Estos productos fueron salvados de la atipicidad por medio de su inclusión en la categoría instrumentos financieros, creada por la Ley 37/1998, que introdujo un párrafo 2 en

---

<sup>23</sup> Entre estos productos se encontraban *figuras contractuales* tan importantes como las opciones y los futuros financieros, que incluso contaban con mercados específicos para su negociación -*vid.* Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones-.

el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores. En él se enumeraban los siguientes instrumentos:

"a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible."<sup>24</sup>.

La ausencia de un régimen específico aplicable a aquellos productos financieros se venía resolviendo acudiendo por vía de analogía a las normas de figuras afines. Junto a la creación del tipo instrumento financiero, la Ley 37/1998 también resolvió el problema del régimen jurídico, introduciendo un párrafo 3 en el mencionado artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, en el que se disponía que a "los instrumentos financieros, les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables". Por tanto, los instrumentos financieros fueron configurados, en esa *primera*

---

<sup>24</sup> Art. 2.2 LMV, en la redacción, ya no vigente, dada por la Ley 37/1988. Tal redacción encontraba su apoyo en el texto de la sección B del Anexo de la DSI.

*regulación*, como una **figura conceptualmente autónoma** respecto de los valores negociables, pero **subordinada** a éstos por lo que a su régimen se refiere.

- La *segunda regulación* que reciben los instrumentos financieros los eleva a **categoría genérica principal**, que *comprende dentro de sí como especie o subcategoría más importante los valores negociables*. Este tratamiento es obra de la *MiFID*, que, como hemos indicado, da lugar a la reforma de la Ley del Mercado de Valores, por medio de la Ley 47/2007, que transpone al ámbito español la mencionada Directiva.

La importancia de los valores negociables, a pesar de su incardinación dentro de los instrumentos financieros, es clara no sólo por razón de su entidad o de su peso desde un punto de vista sustantivo, sino también porque **su régimen jurídico propio sigue siendo el que se aplica subsidiariamente a los restantes instrumentos financieros** con las adaptaciones que en cada caso sean precisas -así lo dispone el artículo 2, penúltimo párrafo, de la Ley del Mercado de Valores-.

Tras la reforma introducida por la Ley 47/2007, el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores ya no se ocupa de dos categorías distintas -valores negociables e instrumentos financieros-, sino de una sólo: los instrumentos financieros. La redacción de este artículo comprende dos largas y descriptivas enumeraciones *numerus apertus*: en el apartado 1 se relacionan los valores negociables, en los apartados 2 a 8 figuran los restantes instrumentos financieros.

En el siguiente epígrafe nos veremos la enumeración de valores negociables efectuada en el artículo 2.1 de la Ley del Mercado de Valores. La enumeración de los restantes instrumentos financieros que aparece en los sucesivos apartados del artículo 2 puede resumirse del siguiente modo, procurando destacar en cada caso entre sus características cuál es su *subyacente* y cuál es su *forma de liquidación*:

- Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados que tengan un *subyacente financiero* y que puedan *liquidarse en especie o en efectivo*<sup>25</sup>.
- Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados que tengan un *subyacente no financiero -materias primas-* y que  *puedan liquidarse en efectivo*<sup>26</sup>.
- Contratos de opciones, futuros, permutas y otros contratos de instrumentos financieros derivados con *subyacente no financiero -materias primas-* que  *puedan liquidarse en especie*, siempre que se negocien en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación<sup>27</sup>.
- Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados con *subyacente no financiero -materias primas-* y que  *puedan ser liquidados mediante entrega física* no mencionados en el apartado 4 del artículo 2 y no destinados a fines comerciales<sup>28</sup>.
- Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito<sup>29</sup>.
- Contratos financieros por diferencias<sup>30</sup>.

---

<sup>25</sup> Art. 2.2 LMV.

<sup>26</sup> Art. 2.3 LMV.

<sup>27</sup> Art. 2.4 LMV.

<sup>28</sup> Art. 2.5 LMV.

<sup>29</sup> Art. 2.6 LMV.

<sup>30</sup> Art. 2.7 LMV.



- El apartado 8 del artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores hace referencia a los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que puedan liquidarse en efectivo, así como cualquier otro contrato de instrumentos financieros derivados relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en los restantes apartados del artículo<sup>31</sup>.

\* \* \*

- Por lo que hemos podido ver en las líneas anteriores, los valores negociables siguen siendo el centro y el fundamento del régimen de los instrumentos financieros. En los epígrafes posteriores nos ocuparemos del estudio de su concepto, naturaleza y régimen. Dado que la aparición de los valores negociables en los mercados habitualmente se produce en forma de anotación en cuenta, centraremos nuestra atención en el estudio de los **valores anotados en cuenta**.

- El concepto de valor anotado en cuenta se apoya sobre un *elemento objetivo*, el concepto de valor, y un *elemento formal*, la representación por medio de anotación en cuenta. La Ley del Mercado de Valores, sorprendentemente, no formula una definición de valor anotado en cuenta. Tampoco contiene una definición de anotación en cuenta. Hasta su reforma por la Ley 47/2007, ni siquiera contenía una definición de valor negociable -lo cuál resultaba paradójico en una ley que llevaba en su propio nombre el término en cuestión<sup>32</sup>-.

---

<sup>31</sup> Art. 2.8 LMV.

<sup>32</sup> Sin embargo, ahora lo que resulta incoherente es que la Ley continúe llamándose del Mercado de Valores, cuando su artículo 1 declara que el objeto de regulación de la Ley son los sistemas de negociación de *instrumentos financieros*.

También resulta criticable que no se haya modificado la redacción del artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores, en el que se dispone que “(l)as disposiciones de la presente Ley serán de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio español”, sin hacer referencia junto al término *valores* –o en sustitución de éste- a los *instrumentos financieros*.

Cuatro años más tarde, el artículo 2 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, recoge un *concepto de valor negociable*. Como veremos, la Ley 47/2007 ha incorporado ese concepto al texto del artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores.

En la Ley del Mercado de Valores sí encontramos las *características esenciales de los valores negociables* -o mobiliarios- y los *caracteres específicos de los valores negociables anotados en cuenta*. El estudio previo de estas tres cuestiones nos permitirá formular a continuación una definición de valor anotado en cuenta.

#### 5.2.- EL CONCEPTO DE VALOR NEGOCIABLE -O VALOR MOBILIARIO-. SUS CARACTERES DEFINITORIOS.

- El artículo 2 del Real Decreto 291/1992 utiliza una técnica doble para delimitar el concepto de valor negociable. Por un lado, realiza una larga enumeración, positiva y negativa, de los bienes o instrumentos jurídicos que sí se consideran valores negociables y de aquellos que no tienen tal consideración. Por otro lado, al final de la primera de estas enumeraciones, el texto del artículo recoge una cláusula de cierre que hace las veces de definición de valor negociable (art. 2.1.f RD 291/1992). La redacción de esa cláusula ha sido incorporada casi de forma literal por la Ley 47/2007 al apartado 1 del artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, en el que se establece que tendrá la consideración de valor negociable "*cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero*".

Tras ofrecer esta definición de valor negociable, el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores realiza una enumeración de valores negociables, que deja abierta a la inclusión entre éstos de cualesquiera otros que así sean catalogados por las disposiciones legales o reglamentarias. La enumeración es la siguiente:

- "a) Las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren.
- b) Las cuotas participativas de las cajas de ahorros y las cuotas participativas de asociación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- c) Los bonos, obligaciones y otros valores análogos, representativos de parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables.
- d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- e) Los bonos de titulización.
- f) Las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva.
- g) Los instrumentos del mercado monetario entendiendo por tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario tales como las letras del Tesoro, certificados de depósito y pagarés, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables.
- h) Las participaciones preferentes.
- i) Las cédulas territoriales.
- j) Los «warrants» y demás valores negociables derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable, o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia, entre otros, a valores

negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, riesgo de crédito u otros índices o medidas."<sup>33</sup>.

- Los caracteres definitorios de los valores anotados en cuenta se deducen de la Ley del Mercado de Valores y del del Real Decreto 291/1992. A ellos les prestamos atención en los epígrafes siguientes.

#### 5.2.1.- EL CONTENIDO PATRIMONIAL DEL DERECHO QUE EL VALOR REPRESENTA.

- 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 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-.

5.2.2.- LA AGRUPACIÓN EN EMISIONES -EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES, NÚMERO SEGUNDO; ARTS. 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 Ley del Mercado de Valores, los cuales, como es sabido, cuentan con su propia regulación en la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque.

El artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores dispone que los valores negociables pueden ser emitidos por personas o entidades públicas o privadas y agrupados en emisiones, pero no establece los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores negociables se entenderá integrado en una emisión. El artículo 4.2 del Real Decreto 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*. En cuanto a la homogeneidad, efectivamente, los criterios manejados son varios. En primer lugar, los

---

<sup>33</sup> Art. 2.1 LMV.

valores deben formar parte de una misma operación financiera o *responder a una unidad de propósito*. 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*.

5.2.3.- LA NEGOCIABILIDAD -EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES, NÚMERO SEGUNDO; ART. 2 LMV Y 2.1.F RD 291/1992-.

- 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 tráfico. 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 transmisibilidad.

5.2.4.- LA UNIDAD EN LA FORMA DE REPRESENTACIÓN.

- Los valores negociables pueden representarse por medio de títulos-valor o en forma de anotaciones en cuenta. No obstante, "la modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en la misma emisión" (arts. 5.1 LMV y 2 RD 116/1992).

5.3.- EL CONCEPTO DE *VALOR ANOTADO EN CUENTA*.

5.3.1.- LOS CARACTERES ESPECÍFICOS DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

5.3.1.1.- EL CARÁCTER ESENCIALMENTE NOMINATIVO.

- Tal como se encuentra configurado el sistema español de anotaciones en cuenta, todos los valores anotados adoptan necesariamente forma nominativa<sup>34</sup>, o, mejor dicho -y así

---

<sup>34</sup> En otros ordenamientos –por ejemplo, el francés- existe la posibilidad de que se respete el anonimato del titular de los valores frente a la entidad emisora.

evitamos acudir a una terminología que es más propia de los títulos-valor-, *no cabe el anonimato* en la titularidad de los valores anotados. 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*. A este respecto señala la DA 1ª.6 de la Ley de Sociedades Anónimas que las Entidades encargadas de llevar el registro contable de los valores anotados están obligadas a comunicar a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas.

#### 5.3.1.2.- LA IRREVERSIBILIDAD DE LA FORMA DE REPRESENTACIÓN.

- El artículo 5.1 de la Ley del Mercado de Valores 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*, 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 cuenta (arts. 5.1 y 2 LMV y 3 RD 116/1992).

- Sin embargo, la Ley del Mercado de Valores otorga al Gobierno la facultad de determinar *supuestos excepcionales en los que sí sea admisible la reversibilidad* de las anotaciones en cuenta (art. 5.4 *in fine* LMV).

#### 5.3.1.3.- LA RESERVA DE DENOMINACIÓN.

- Tan sólo los valores negociables que se representen en forma de anotaciones en cuenta conforme a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y en el del Real Decreto 116/1992 podrán ser 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 confusión (art. 5 RD 116/1992).

#### 5.3.1.4.- LA FUNGIBILIDAD.

- El artículo 8 de la Ley del Mercado de Valores prevé que reglamentariamente se establecerán las condiciones para que los valores anotados funcionen como fungibles. En el artículo 17.1 del Real Decreto 116/1992 se dispone que serán fungible entre sí los valores que: 1º) estando comprendidos dentro de una misma emisión, 2º) tengan las mismas características.

- Los valores que se encuentren en *situaciones especiales*, como el sometimiento a derechos reales limitados u otra clase de gravámenes (arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992) o cuando su titular haya solicitado la expedición de un certificado (arts. 12 LMV y 18 a 21 RD 116/1992), 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 valores (art. 17.3 RD 116/1992).

#### 5.3.2.- DEFINICIÓN DE VALOR ANOTADO EN CUENTA.

- En las líneas inmediatamente anteriores hemos visto que en la Ley del Mercado de Valores no hay una definición de valor anotado en cuenta, sino, tan sólo, la de valor negociable. Sí encontramos en el articulado de la Ley del Mercado de Valores y del Real Decreto 291/1992 una descripción de las características de los valores y las de éstos cuando están anotados en cuenta. Partiendo de esos datos, podemos realizar 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*<sup>35</sup>.

#### 6.- LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

---

<sup>35</sup> Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 140-142, donde se hace referencia a los fundamentos de esta definición y a las consecuencias que se desprenden de ella.

6.1.- LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA SON UNA CATEGORÍA ESPECÍFICA DENTRO DE LOS VALORES MOBILIARIOS -SU IDENTIDAD CON LA FIGURA DE LOS *WERTRECHTE* O *BUCHEFFECTEN*-

- La anotación en cuenta es una forma de representación de los valores negociables o mobiliarios alternativa a los títulos-valor, forma también aplicable a los restantes instrumentos financieros.

Existe identidad en la función que prestan los valores anotados y los títulos-valor. No obstante, en nuestra opinión, eso no significa que tengan la misma naturaleza jurídica ni, como se ha afirmado por voces autorizadas, que los valores anotados sean una forma evolucionada de los títulos-valor<sup>36</sup>. *Los valores anotados en cuenta tienen naturaleza jurídica propia*<sup>37</sup>.

- La anotación en cuenta ha sido creada para cumplir la *misma función jurídico-económica* que los títulos-valor: facilitar la seguridad y la rapidez en la circulación de la riqueza mobiliaria.

Desde el punto de vista jurídico los títulos-valor habían alcanzado esa seguridad por medio de su sometimiento a las normas de los derechos reales, que introducen en el tráfico jurídico un grado de certeza mucho mayor que la que tiene lugar en el ámbito del derecho de obligaciones cuando se produce una cesión de créditos<sup>38</sup>. La ficción de la incorporación del derecho al título de papel en el que se representa es el eje en torno al que se construyen la

---

<sup>36</sup> Pueden verse algunas de las opiniones doctrinales partidarias de esta idea en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta, cit.*, págs. 145 y ss.

<sup>37</sup> Esa naturaleza es la misma que corresponde a lo que la doctrina alemana denomina *Wertrechte* o *Bucheffekten* (vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *La naturaleza jurídica de los "valores anotados en cuenta": el desarrollo de la doctrina de los Wertrechte en el Derecho español*, Guadalajara-Jalisco, 2003).

<sup>38</sup> El régimen de la cesión de créditos, contemplado en los artículos 1526 a 1536 CC y 347 y 348 CCom, es el que correspondería aplicar, en principio, a los valores mobiliarios si éstos no se representasen en forma de títulos-valor.



dogmática y el régimen de los títulos-valor. Eso permite considerarlo como una cosa o bien mueble y someterlo, entre otras, a las disposiciones contenidas en el artículo 609 CC, del que se deduce que para la adquisición de la titularidad real sobre los títulos-valor es preciso un negocio causal transmisorio y la entrega material de los valores. Hasta que se produjo la *crisis del papel*, a la que nos hemos referido más arriba, la seguridad y la rapidez en el tráfico venían de la mano de la entrega material de los valores y todas las previsiones de las normas de los derechos reales relacionadas con los efectos derivados de la posesión de un bien y su entrega o *traditio*. Tras la crisis del papel la celeridad se vio muy reducida y, en cierta medida, lo mismo sucedió con la seguridad.

Gracias a dos rasgos fundamentales de la naturaleza de los valores anotados en cuenta se recuperan la seguridad y la rapidez del tráfico. Esos rasgos son el *carácter registral* y la *dimensión contable* de los valores anotados.

#### 6.2.- LA CONFLUENCIA DE LOS PRINCIPIOS PROPIOS DE LOS DERECHOS REALES Y LOS PRINCIPIOS DEL DERECHO REGISTRAL.

- El carácter registral de los valores anotados en cuenta ha permitido que el legislador dé a éstos un tratamiento jurídico semejante al de los títulos-valor, haciéndolos beneficiarios de las normas de los derechos reales. Por eso, aunque el derecho comprendido por el valor anotado pueda ser un derecho de crédito, en virtud de la inscripción del valor en el registro contable, el titular del valor podrá hacer valer su derecho *erga omnes*, por lo que podemos afirmar que *la titularidad sobre los valores anotados, en cuanto titularidad registral, es una titularidad real*<sup>39</sup>. El titular del valor podrá hacer efectiva su legitimación frente a terceros<sup>40</sup>

---

<sup>39</sup> Advierte SANTOS MARTÍNEZ que “la legitimación, en cuanto supone investidura formal del derecho y reconocimiento, por tanto, del titular registral como titular real, debe operar no sólo respecto a la sociedad emisora, sino también respecto a los terceros en general” -los subrayados son nuestros- (cfr. “Valores informatizados”, *cit.*, pág. 51).

En cuanto al sometimiento de los *Wertrechte* a las normas del Derecho de cosas, *vid.* CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, en *Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, Tomo III, Volumen 3, 3ª ed., Berlin-New York, 1981, nº de margen 2048.

en todos los ámbitos, no sólo en el ejercicio de los derechos comprendidos por el valor<sup>41</sup>, sino también en cuanto se refiere al poder de disposición sobre los valores<sup>42</sup>: es decir, el titular de los valores puede considerarse *dominus* de los mismos y, en cuanto tal, podrá transmitir su titularidad real plena o constituir derechos reales limitados sobre los valores (arts. 9 y 10 LMV y 12 y 13 RD 116/1992).

### 6.3.- LA DIMENSIÓN CONTABLE DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

- La dimensión contable de los valores anotados simplifica y agiliza su negociación o transmisión. A esto se añade la gestión informatizada de los registros contables de valores, que hace que esa rapidez sea mucho mayor.

- Las normas configuradoras del régimen de los valores anotados en cuenta hacen referencia reiteradamente al carácter contable de estos bienes y, por analogía, de los instrumentos financieros anotados en cuenta. Así, la Ley del Mercado de Valores, al referirse al registro en el que se han de inscribir los valores, utiliza la expresión “registro *contable*”, con la que se distingue y caracteriza este registro; el recurso a esta expresión es casi constante (*vid.*, entre otros, los arts. 6, 7, 8, 9, 11, 12 LMV, 3, 4, 6, 7, 8 RD 116/1992 y un largo etcétera). La adopción de la “*transferencia contable*”, como cauce para la verificación de la transmisión de valores anotados (arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992), merece ser destacado especialmente. Por otro lado, resulta muy significativo, para apreciar hasta qué punto los valores anotados son concebidos como realidades de naturaleza contable, que se hable de

---

<sup>40</sup> Cumpliéndose así el llamado *aspecto externo del derecho real*, que “regula las relaciones del titular con los terceros, es decir, las obligaciones impuestas a esos terceros, cuya finalidad es hacer respetar, la mayor parte de las veces por vía de abstención o de pasividad y otras por vía de acción, la situación del titular en su relación con la cosa (acciones, reivindicatoria, confesoria, negatoria, medidas de policía, etcétera)” (cfr. ROSENDE HONRUBIA, M., “La prenda de créditos”, en *RCDI*, 1927, nº 32, pág. 574).

<sup>41</sup> Cfr. DÍAZ MORENO, A., “La prenda de anotaciones en cuenta”, *cit.*, pág. 382. Y ello porque “el contenido de los registros tiene una clara *eficacia material o sustantiva*” -el subrayado es nuestro- (*op. cit.*, pág. 382).

<sup>42</sup> “Configurada la titularidad según el registro, forzoso será reconocerla como titularidad real a los efectos de la transmisión de los valores” (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., “Valores informatizados”, *cit.*, pág. 52).

*saldos* de valores, al referirse a la titularidad que ostente un sujeto sobre un conjunto de valores<sup>43</sup>. Es también muy revelador que las inscripciones en los registros contables, que producirán la adquisición o pérdida de derechos sobre valores, tengan lugar en virtud de *abono* o *adeudo* en la cuenta que corresponda<sup>44</sup>. La *compensación*, como forma de resolver la negociación sobre valores, viene a remarcar el tratamiento contable que reciben los valores anotados<sup>45</sup>.

#### 7.- LA CONSTITUCIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA. LA INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO CONTABLE COMO ACTO FUNDAMENTAL EN EL PROCESO DE CONSTITUCIÓN.

- En el artículo 8 de la Ley del Mercado de Valores se dispone que los valores anotados en cuenta "se constituirán *como tales* en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable" (en los mismos términos se expresa el artículo 11 del Real Decreto 116/1992). La expresión "*como tales*" hace referencia al hecho de que los valores se pueden haber constituido previamente a su inscripción en el registro contable (por ejemplo, acciones de sociedad anónima que estaban representadas en forma de títulos-valor y pasan a anotarse en cuenta) y, en ese caso, los efectos constitutivos de la inscripción hacen referencia tan sólo a su constitución en cuanto que valores anotados en cuenta.

---

<sup>43</sup> Hace uso de esta expresión el artículo 31 del Real Decreto 116/1992, en el que se lee: "a) Una cuenta que refleje el *saldo* del que sea titular en cada momento la propia Entidad adherida. b) Otra cuenta que refleje el *saldo* global de los valores que la Entidad adherida tenga registrados en sus cuentas a nombre de terceros."

*Vid.* también arts. 32, 33, 35 RD 116/1992.

<sup>44</sup> *Vid.* art. 31.4 RD 116/1992 -en el que se dispone que "las inscripciones y cancelaciones en los registros contables a que se refieren los números anteriores se producirán en virtud de abono o adeudo en la cuenta respectiva"-.

*Vid.* también arts. 37.2, 41.1 y 42.1 RD 116/1992.

<sup>45</sup> Máxime cuando, como es el caso, la compensación viene asociada a conceptos como "saldos acreedores y deudores" -así, el artículo 55.1 del Real Decreto 116/1992, en el que se dispone: "La liquidación de las operaciones bursátiles tendrá lugar por *compensación* multilateral, a través del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de los *saldos acreedores y deudores de valores* y efectivo que como consecuencia de ellas correspondan a cada una de las Entidades adheridas." (*vid.* también art. 56 RD 116/1992.).

El acto constitutivo de un valor negociable consiste en su *emisión* y consiguiente *suscripción* y ésta tiene lugar como un hecho distinto a la inscripción contable.

- A continuación hacemos mención de los trámites fundamentales de la constitución de los valores anotados en cuenta. Conviene destacar que de todos esos actos los dos más importantes son la elaboración de un *documento identificativo* de los valores integrantes de una emisión -cuya elevación a *escritura pública* es *potestativa*- (art. 6, párrafo primero, LMV<sup>46</sup>) y la *inscripción de los valores en el registro contable* (art. 8 LMV)<sup>47</sup>.

- El primer acto esencial es la elaboración del mencionado *documento* en el que constan los datos identificativos de los valores -datos como la designación de la Entidad encargada del registro contable, la denominación de los valores, el número de unidades, su valor nominal y sus demás características y condiciones, especialmente, y en función de la naturaleza propia de los valores, aquellas que se mencionan en la Ley de Sociedades Anónimas, el Reglamento del Registro Mercantil y las disposiciones que resulten aplicables-.

Este documento informativo será *sustituido* por (*vid.* art. 6, párrafo cuarto, LMV):

- El *folleto informativo*<sup>48</sup>, en aquellos casos en que al emisor se le exija aportarlo para su aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- La publicación de las características de la emisión en el *boletín oficial* correspondiente, cuando se trate de emisiones de *deuda* del Estado, de las

---

<sup>46</sup> En la redacción inicial de este artículo se exigía de forma obligatoria el otorgamiento de escritura pública –la redacción actual ha sido dada por el art. 1.1 RD-L 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública-.

<sup>47</sup> Con relación a la inscripción de los valores en el registro contable llevado por la Sociedad de Sistemas, *vid.* la descripción de su procedimiento en el Anexo 1.

<sup>48</sup> *Vid.*, sobre el folleto de emisión, art. 27 LMV.

Comunidades Autónomas, de Entidades públicas u Organismos internacionales y en aquellos otros supuestos en que así se establezca<sup>49</sup>.

Tampoco será preciso el documento informativo al que nos estamos refiriendo (*vid.* art. 6, párrafo quinto, LMV):

- en el caso de los instrumentos financieros que se negocien en *mercados secundarios oficiales de futuros y opciones*;
- en otros supuestos en que así se establezca reglamentariamente y especificando en qué condiciones.

- En el caso -digno de mención- de las *acciones de sociedad anónima* su régimen específico hace precisas determinadas *inscripciones en el Registro Mercantil* (arts. 94 y 95 RRM).

- Para dar *publicidad* a los datos relativos a los valores contenidos en el documento contemplado en el artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores, la Entidad emisora de los valores debe hacer depósito de copias de esta escritura en la Entidad que vaya a llevar el registro contable de los valores, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, si es el caso, en el Organismo rector del mercado en que se negocien los valores (arts. 6, párrafo segundo, 7 y 92 LMV y 7.1 RD 116/1992).

La entidad emisora y la encargada del registro contable de los valores deben tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general una copia del documento informativo que nos ocupa (arts. 6, párrafo tercero, LMV y 8 RD 116/1992).

- El último acto que destacamos entre los necesarios para la constitución los valores o instrumentos financieros anotados en cuenta es la *inscripción en el correspondiente registro contable*. La inscripción es el elemento más importante de este proceso de constitución.

---

<sup>49</sup> Art. 10 RD 116/1992.

A partir de este momento, el valor nace *como tal* valor anotado en cuenta -lo mismo ha de predicarse, en su caso, del instrumento financiero- y queda sometido al régimen previsto para estos bienes en la Ley del Mercado de Valores, el Real Decreto 116/1992 y las demás normas relacionadas con éstas.

#### 8.- LA LEGITIMACIÓN REGISTRAL PARA EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS. LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN.

- La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo (arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992). La inscripción del derecho en el registro a favor de su titular es el modo propio de la legitimación en el sistema de anotaciones en cuenta. Los registros de valores anotados generan una presunción *iuris tantum* de titularidad similar a la que, por disposición del artículo 38 LH, ejerce el Registro de la Propiedad<sup>50</sup>.

- La *f fuente* de la legitimación es el registro, la inscripción en el registro. El *cauce* habitual para la prueba de esa legitimación son los *certificados* contemplados en los artículos 12 de la Ley del Mercado de Valores y 18 y siguientes del Real Decreto 116/1992. El artículo 19.1, proposición primera, del Real Decreto 116/1992, dispone que estos "certificados sólo serán expedidos a solicitud del titular de los valores o derechos". De esta afirmación se deduce, por un lado, que los certificados no pueden ser solicitados por terceros y, por otro, que, en la medida en que la titularidad de todos los derechos derivados de un valor puede no recaer sobre una sola persona, los certificados podrán ser solicitados por personas distintas<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> En el artículo 38.1 LH se lee "a todos los efectos se presumirá que los derechos reales inscritos en el Registro existen y pertenecen a su titular en la forma determinada por el asiento respectivo. De igual modo se presumirá que quien tenga inscrito el dominio de los inmuebles o derechos reales tiene la posesión de los mismos".

<sup>51</sup> Así, en el caso de usufructo de valores, podrá expedirse un certificado para el usufructuario y otro para el nudo propietario.

## 9.- LA TRANSMISIÓN DE LOS VALORES Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS ANOTADOS EN CUENTA.

### 9.1.- LA ESTRUCTURA DEL ACTO TRANSMISIVO.

- Como hemos señalado más arriba, los valores anotados prestan una función jurídico-económica que antes era realizada por los títulos-valor: introducir seguridad y rapidez en el tráfico de los valores negociables<sup>52</sup>. Desde el punto de vista dogmático, esa seguridad y rapidez, se consigue, tanto en el caso de los títulos-valor como en el de los valores anotados, gracias al sometimiento de ambas figuras a los principios y el régimen de los derechos reales. Este hecho, por lo que a la transmisión de los valores se refiere, se concreta en que el artículo 9 de la Ley del Mercado de Valores<sup>53</sup> configura el proceso transmisivo conforme al esquema previsto por la teoría del título y el modo, contenida en el artículo 609 CC. En consecuencia, la transmisión está integrada por un *negocio causal* y por la *entrega o tradición* de los valores -que, dado el carácter inmaterial de los valores, será una *facta traditio*-.

#### 9.1.1.- EL NEGOCIO CAUSAL EN LA TRANSMISIÓN DE LOS VALORES Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS ANOTADOS EN CUENTA -SU EFICACIA Y SU FORMA-.

- Son pocas las especificidades existentes con relación al negocio causal o título en virtud del cuál se transmiten los valores anotados. Los valores anotados pueden transmitirse *inter vivos* -a título oneroso y a título lucrativo- o *mortis causa*. Si la transmisión recae sobre valores o instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el título de la transmisión debe ser la compraventa o el previsto por el régimen jurídico específico de ese mercado si se quiere que la transmisión tenga la condición de *operación* del mercado secundario en cuestión (arts. 36.1 LMV y 1 RD 1416/1991). Si, por el contrario, una transmisión se realiza a título lucrativo o a un título oneroso distinto del previsto por el

---

<sup>52</sup> Y en el de los instrumentos financieros, por cuanto que a éstos les es aplicable el régimen de los valores negociables (art. 2.3 LMV).

<sup>53</sup> Vid. también art. 12 RD 116/1992.

régimen del mercado en el que estén admitidos los valores o instrumentos financieros, no se habrá realizado *stricto sensu* una operación del mercado, sino una *mera transmisión* (arts. 36.5 LMV y 8 RD 1416/1991). Con relación a las transmisiones a título lucrativo o gratuito, conviene destacar que no disfrutan de la irreivindicabilidad que, cuando se cumplen los requisitos previstos, ampara a las realizadas a título oneroso (art. 9.3 LMV).

- La *forma* del negocio transmisivo viene determinada, en su caso, por la normativa del mercado secundario en el que se realice la operación o transmisión. El artículo 44 de la Ley del Mercado de Valores faculta al Gobierno para que, en defensa de los inversores y los mercados, regule el contenido y la forma que deben observarse en la negociación. Son menores las exigencias relativas a las *transmisiones de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*, si bien, el artículo 50 del Real Decreto 116/1992 prevé que, al menos, se acredite documentalmente la concurrencia de los consentimientos.

9.1.2.- LA INSCRIPCIÓN DE LA TRANSMISIÓN EN EL REGISTRO CONTABLE: LA TRANSFERENCIA CONTABLE.

- La estructura del proceso transmisivo establecida en el artículo 609 CC requiere que para adquirir titularidad real sobre los valores o instrumentos financieros, además del negocio causal, se produzca una *entrega o tradición* del bien transmitido. Dado el carácter inmaterial e intangible de los valores e instrumentos financieros anotados en cuenta, la tradición no es material sino fingida, una *facta traditio*, consistente en la transferencia contable de los valores -o instrumentos financieros- de la cuenta del transmitente a la cuenta del adquirente.

Así se deduce del artículo 9.1 de la Ley del Mercado de Valores. En su proposición primera, el artículo 9.1 de la Ley del Mercado de Valores dispone que la transmisión de los valores se realice por medio de transferencia contable. Hasta ahí el legislador no hace sino moverse dentro de los márgenes ordinarios de discrecionalidad de que dispone al configurar el régimen de una figura jurídica nueva. Pero el legislador da un paso más y dispone en la proposición segunda del artículo 9.1 de la Ley del Mercado de Valores que esa transferencia



o, más concretamente, "la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos" -en el supuesto de que los valores hubiesen estado representados en forma de títulos-valor-. El establecimiento de esta equivalencia entre los efectos de la transferencia contable y los de la entrega del título-valor va más allá de la habitual discrecionalidad a la que nos hemos referido y se permite prescribir la aplicación de normas de naturaleza real dentro del régimen de una relación presuntamente jurídico-obligacional, traspasando así los límites que la sistemática tradicional establece para distinguir los derechos reales de los derechos de crédito. Así los valores anotados -que pretenden cumplir la misma función económica que los títulos-valor- acuden al mismo recurso del que se sirven los títulos para alcanzar un mayor grado de seguridad y agilidad en el tráfico de los derechos.

- Desde el punto de vista jurídico, el régimen aplicable a esa transferencia se nutre de normas provenientes de la transferencia bancaria y de normas y principios propios del Derecho registral.

#### 9.1.2.1.- LA APLICACIÓN DE NORMAS PROPIAS DE LA TRANSFERENCIA BANCARIA A LA TRANSFERENCIA DE VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS ANOTADOS EN CUENTA.

- En el Derecho español la transferencia bancaria tiene su origen en un *pacto de transferencia* entre las partes, en virtud del cual se acuerda sustituir la entrega material de efectivo por el abono de numerario en la cuenta del beneficiario<sup>54</sup>. La semejanza con la transferencia de valores es grande; en ésta la *entrega material* de los valores también se ve sustituida por el abono en cuenta (*vid.*, entre otros, arts. 9.1 LMV, 12.1 y 31.4 RD 116/1992).

Pero en el caso de los valores anotados *ab initio* concurren dos circunstancias conforme a las cuales el cauce por el que discurren las transmisiones de valores no puede ser

---

<sup>54</sup> Cfr. GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", *cit.*, págs. 420-421; ALFARO AGUILA-REAL, J., "Observaciones sobre la transferencia bancaria", *cit.*, págs. 40-44 y "Transferencia bancaria", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, *cit.*, pág. 6620.

otro sino la transferencia contable. La primera de ellas es la propia forma de representación de los valores -la anotación en cuenta-, que no da lugar a escoger entre la entrega material y la transferencia<sup>55</sup> -los *valores contabilizados* no son susceptibles de entrega material-. La segunda circunstancia es que en el caso de los valores anotados no existe posibilidad de concertar o no el *pacto de transferencia* que desencadena o da paso a que la relación jurídica se desenvuelva utilizando como instrumento la transferencia contable. Quien se somete al régimen de los valores anotados en cuenta tácitamente está acatando un pacto de transferencia para el tratamiento de los valores de que sea titular; o, si se quiere, ni siquiera llega a formularse tal pacto tácito, pues realmente es una disposición de Derecho imperativo la que exige el recurso a la transferencia contable (arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992).

#### 9.1.2.2.- LA APLICACIÓN DE LOS PRINCIPIOS DE PRIORIDAD Y DE TRACTO SUCESIVO A LA INSCRIPCIÓN REGISTRAL DE LA TRANSMISIÓN.

- A tenor de los artículos 11 de la Ley del Mercado de Valores y 16 del Real Decreto 116/1992 serán aplicables a la transmisión de valores anotados los principios registrales de prioridad y de tracto sucesivo.

En virtud del *principio de prioridad*, el que primero inscriba a su favor en el registro contable la adquisición de los valores -reuniendo las debidas condiciones- obtendrá la protección registral frente a los que después intentaran inscribir respecto de los mismos valores una adquisición sustentada en un hecho acaecido con anterioridad (art. 16.2 RD 116/1992)<sup>56</sup>. Por ello la Entidad encargada del registro contable inscribirá las transmisiones

---

<sup>55</sup> Mientras que el dinero, dependiendo de la voluntad de las partes, puede ser tratado como dinero contable o como dinero en efectivo, la representación de los valores en forma de anotaciones en cuenta es, en principio, *irreversible* -arts. 5.2 LMV y 3 RD 116/1992-.

Sobre las *clases de dinero*, *vid.*, con más indicaciones, GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, *cit.*, págs. 59 y ss.; acerca del llamado *dinero bancario* o *moneda escrituraria* -“que nace por consecuencia de las anotaciones de contabilidad realizadas por los Bancos en sus libros”-, *vid. op. cit.*, págs. 88 y ss.

<sup>56</sup> Es difícil que esto pueda suceder cuando las transmisiones tengan lugar por los cauces de un mercado secundario oficial. Es más planteable que ocurriese en transmisiones que se verifiquen fuera de estos cauces. Y, tanto en un caso como en otro, pueden generarse conflictos de preferencia cuando los valores hayan

según el orden de presentación (art. 16.2, *in fine*, RD 116/1992). Si se pretendiera la inscripción de una transmisión posterior a otra y resultase incompatible con la ya practicada habrán de ser los Tribunales quienes declaren, en su caso, su preferencia y anulen la anterior inscripción.

El *principio de tracto sucesivo* exige que cada titularidad registral, excepto la del primer suscriptor de los valores, debe apoyarse sobre otra anterior, que sea bastante para servirle de base (*vid.* también art. 20 LH). Aplicado a la transmisión del derecho de propiedad, este principio supone que para la inscripción de la transmisión será precisa la previa anotación de los valores en el registro contable a favor del transmitente (arts. 11.3 LMV y 16.3, proposición primera, RD 116/1992). Es decir, las transmisiones se hacen *en cadena*. Este principio supone una garantía en favor de las titularidades registrales, ya que un posible defraudador podría tener más o menos fácil falsear una titularidad representada documentalmente, pero resulta mucho más difícil alterar la inscripción registral.

9.2.- LA OPONIBILIDAD DE LA TRANSMISIÓN TRAS SU INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO CONTABLE.

- Desde el mismo momento en que es inscrita en el registro contable la transmisión de los valores o instrumentos financieros ésta es *oponible* en un triple ámbito (arts. 9.2 LMV, 12.2 RD 116/1992 y 11.1 Ley 41/1999):

En primer lugar, cuando éste sea el caso, frente a la Entidad emisora de los valores.

En segundo lugar, frente a los terceros acreedores del transmitente.

En tercer lugar, frente a quien, teniendo un título que justifique la transmisión de los valores o instrumentos en su favor, sin embargo, no hubiese procedido a inscribirla en el registro contable.

---

sido adquiridos por sucesión -testada o intestada- o por donación, ya que podrá mediar un tiempo entre la transmisión y la inscripción de ésta.

La oponibilidad de las transmisiones, derivada también de la firmeza de las órdenes de transferencia (art. 11.1 Ley 41/1999), reduce las posibilidades de que la operativa sobre valores e instrumentos financieros anotados en cuenta de lugar a que se incurra en el denominado *riesgo sistémico*.

#### 9.3.- LA IRREIVINDICABILIDAD DE LOS VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS ANOTADOS EN CUENTA.

- Además, el artículo 9.3 de la Ley del Mercado de Valores establece la *irreivindicabilidad* de los valores e instrumentos financieros que adquiera un tercero a título oneroso, sin mala fe y sin culpa grave, de persona que aparezca legitimada para transmitirlos según los asientos del registro contable (*vid.* también art. 12.3 RD 116/1992).

Los *supuestos de irreivindicabilidad* de valores e instrumentos financieros anotados son de diversa índole. El caso más sencillo podría tener su origen en un *error fortuito* o una *manipulación intencionada* del registro, fruto de los cuales una persona distinta del *verus dominus* deviene titular de un saldo de valores o instrumentos financieros y que éstos se transmiten a un tercero que los adquiere, de buena fe, del titular aparente. También cabe pensar en la transmisión realizada por el *heredero aparente* o por un *titular incapaz o inhabilitado*, así como en la práctica de los intermediarios bursátiles que proceden a la venta de los valores de sus comitentes cuando se ha producido un descubierto en su cuenta.

#### 9.4.- LA DIVERSIDAD DE RÉGIMENES ESPECÍFICOS DE TRANSMISIÓN, EN FUNCIÓN DE QUE LOS VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS SE ENCUENTREN O NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.

- En función de que los valores e instrumentos financieros se encuentren o no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el régimen específico aplicable a su transmisión varía y habrá que estar, por lo que a su detalle se refiere, a la normativa específica aplicable en cada mercado.

- Sin que sea posible extenderse en estas líneas en las singularidades de cada mercado, podemos establecer una *summa divisio* entre el régimen de los valores e instrumentos financieros admitidos y los no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. La principal diferencia reside en la estructura del registro, pues, como hemos comentado, cuando la negociación recae sobre valores e instrumentos financieros no admitidos en mercados secundarios oficiales el registro es sencillo, mientras que en los mercados secundarios oficiales el registro es de *doble escalón* o, dicho de otro modo, hay un sistema de *doble registro* de los valores e instrumentos financieros<sup>57</sup>.

#### 10.- LA CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVÁMENES SOBRE LOS VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS ANOTADOS EN CUENTA.

- Además de la transmisión de la titularidad plena sobre valores e instrumentos financieros anotados en cuenta, el régimen jurídico de estos instrumentos contempla la posibilidad de realizar otras operaciones de tráfico jurídico-económico sobre ellos.

El titular de valores anotados puede constituir sobre ellos derechos reales limitados -como el *usufructo* o la *prenda*- e, igualmente, pueden ser objeto de otra clase de gravámenes -como el *embargo* o la *retención*-.

- Al contrario de lo que sucede con la constitución y transmisión de los valores anotados -que son actos de naturaleza registral (arts. 8.1 y 9.1 LMV)-, la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados es un acto de *naturaleza extrarregistral*. Los derechos reales limitados y demás gravámenes se constituyen fuera del registro, aunque, una vez constituidos, es obligatoria su inscripción en la cuenta correspondiente del registro contable en el que figuren inscritos los valores<sup>58</sup>. La inscripción

---

<sup>57</sup> Con relación a la comunicación de las operaciones por las Sociedades Rectoras de las Bolsas a la Sociedad de Sistemas, el desglose de las operaciones, la liquidación de las operaciones y la liquidación de los efectivos correspondientes, *vid.* la descripción de sus procedimientos en los Anexos 2 a 6.

<sup>58</sup> Así se expresa el artículo 10.1 LMV, en el que se lee: “*la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse*

registral será la que dará lugar a la *oponibilidad erga omnes* del derecho real o gravamen (arts. 10.2 LMV y 13.2 RD 116/1992).

La *constitución de la prenda sobre valores anotados* constituye un caso especial, pues su inspiración en el régimen de la prenda posesoria y la equivalencia entre el desplazamiento posesorio del bien pignorado y la inscripción registral (art. 10.1, proposición segunda, LMV) fuerzan a entender que su constitución *sí que es un acto de naturaleza registral*.

Reviste una cierta complicación el hecho de que la Ley del Mercado de Valores considere los valores anotados como *bienes fungibles* (vid. arts. 8.3 LMV y 17 RD 116/1992); pues, en principio, la inscripción registral no bastaría para identificar cuáles son los valores concretos sobre los que se ha constituido el derecho o establecido el gravamen, ya que -por su fungibilidad- dentro del registro los valores no se distinguen entre sí. La fungibilidad de los valores es útil -necesaria- para que la transmisión de valores pueda desarrollarse de modo ágil y fluido; pero la constitución de los derechos a los que nos estamos refiriendo -especialmente si se trata de derechos de garantía- parece requerir de modo más necesario la identificación e individualización del bien sobre el que se constituye el derecho en cuestión. Para evitar la fungibilidad, los valores sometidos a derechos reales limitados y gravámenes son individualizados e identificados mediante su *desglose* en la cuenta correspondiente (art. 17 RD 116/1992 y, con relación a la Deuda Pública anotada, art. 2 RD 505/1987). Además, dada

---

*en la cuenta correspondiente*” -vid. también art. 13.1 RD 116/1992-. Es decir, en el registro se inscribe el derecho *ya constituido*, se inscribe “*la constitución*” del derecho.

La idea de la constitución extrarregistral de los derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores anotados se ve confirmada a la vista de lo que se dispone en el artículo 39.1 del Real Decreto 116/1992 con relación a los valores admitidos a negociación en Bolsa: “*La constitución o transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores admitidos a negociación en Bolsa se acreditará ante la Entidad adherida, de acuerdo con las reglas previstas en los artículos 50 y 51 de este Real Decreto. Una vez acreditada, la Entidad adherida practicará la correspondiente inscripción y efectuará los desgloses contemplados en el número 3 del artículo 31 del presente Real Decreto*”.

Con relación a los derechos reales limitados y demás gravámenes sobre valores anotados no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, el artículo 50 del Real Decreto 116/1992 -al que remite el artículo 51 del Real Decreto 116/1992- nos permite afirmar el mismo principio de constitución extrarregistral.

la vocación circulatoria de los valores anotados, la seguridad del tráfico recomienda que, cuando así sea, se explicita de algún modo el sometimiento de los valores a gravámenes, para evitar la transmisión de aquéllos desconociendo el adquirente esta situación.

\* \* \*

#### **NORMAS CITADAS MÁS DESTACABLES**

Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

Ley 41/1999, de 12 de noviembre, de sistemas de pagos y de liquidación de valores.

Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

**Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.**

Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones.

Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.

Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.

Real Decreto 2640/1986, de 30 de diciembre.

Ley 21/1986, de 23 de diciembre de presupuestos Generales del Estado para 1987.

Real Decreto 656/1982, de 3 de abril, sobre emisión de Deuda Pública interior y amortizable.

Real Decreto 1849/1981, de 20 de agosto, por el que se acordó la emisión de Deuda del Tesoro, interior y amortizable.

Ley 74/1980, de 29 de diciembre, de Presupuestos del Estado para 1981.

Ley 42/1979, de 29 de diciembre, de Presupuestos del Estado para 1980.

Ley 1/1979, de 19 de julio, de Presupuestos del Estado para 1979.

Ley 11/1977, de 4 de enero, general presupuestaria.

Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios.

\* \* \*

### BIBLIOGRAFÍA

CACHÓN BLANCO, E., “Valores negociables e instrumentos financieros”, en *Cuadernos de la RDBB*, 4, 1996, págs. 9 y ss.

CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, en *Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, Tomo III, Volumen 3, 3ª ed., Berlin-New York, 1981.

CAZORLA PRIETO, L. M.<sup>a</sup>/ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, I., *Código de la reforma del Sistema Financiero*, Cizur Menor (Navarra), 2004.

DÍAZ MORENO, A., “La prenda de anotaciones en cuenta”, en *RCDI*, 1991, nº 603, págs. 355 y ss.

LÓPEZ SANTANA, N., “El ámbito objetivo del mercado de valores: delimitación del concepto «valor negociable» tras la introducción del concepto «instrumento financiero» y aproximación a este último”, en *RDBB*, 2002, págs. 75 y ss.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997.

- *La naturaleza jurídica de los “valores anotados en cuenta”: el desarrollo de la doctrina de los Wertrechte en el Derecho español*, Guadalajara-Jalisco, 2003.



MARTÍ SÁNCHEZ, N., “La representación de los valores mediante anotaciones en cuenta en el Derecho español”, en *RDBB*, 1999, págs. 65 y ss.

RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*, Barcelona, 2006.

ROSENDE HONRUBIA, M., “La prenda de créditos”, en *RCDI*, 1927, nº 32, pág. 561 y ss.

- “La prenda de créditos (continuación)”, en *RCDI*, 1927, nº 33, págs. 641 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 DOMÍGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 1, págs. 341 y ss.

## ANEXOS<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> Los anexos de este capítulo forman parte del *Manual de procedimiento* de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores –Sociedad de Sistemas, también denominada IBERCLEAR-.