



- ◆ Trabajo realizado por 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)

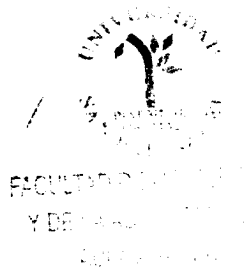
ALFONSO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS

Doctor en Derecho  
por la Universidad Complutense de Madrid  
Profesor Adjunto de Derecho Mercantil  
Universidad San Pablo-C.E.U.

VALORES MOBILIARIOS  
ANOTADOS EN CUENTA

Concepto, naturaleza y régimen jurídico

ARANZADI  
EDITORIAL



## Sumario

	<u>Página</u>
ABREVIATURAS .....	19
AGRADECIMIENTOS .....	23
INTRODUCCION .....	25
 <b>CAPITULO PRELIMINAR</b>	
<b>LOS DERECHOS INCORPORADOS A TITULOS Y LA CRISIS DE LOS TITULOS-VALORES .....</b>	<b>29</b>
1. El porqué o razón de ser de la incorporación de los derechos a los títulos-valoros .....	29
2. La crisis de los títulos-valoros .....	35
2.1. La crisis de los títulos-valoros. Los riesgos y problemas del papel –riesgos y problemas de la incorporación, en último término– .....	35
2.2. Análisis dogmático de la crisis de los títulos-valoros .....	37
 <b>CAPITULO I</b>	
<b>EL PROCESO DE DESINCORPORACION DE LOS VALORES. SISTEMAS CORRECTORES Y SISTEMAS SUSITUTIVOS .....</b>	<b>39</b>
1. Alemania. El sistema de depósito colectivo establecido por la <i>Depotgesetz</i> ...	39
1.1. Orígenes y fundamento del sistema .....	39
1.2. Los Bancos colectores de títulos-valoros – <i>Wertpapiersammelbanken</i> – ..	41
1.3. Transmisión de los valores y ejercicio de los derechos que de ellos se desprenden .....	41
1.4. El Decreto 5 enero 1940: los créditos registrados de la Deuda Pública – <i>Schuldbuchforderungen</i> – .....	42
1.5. División de la doctrina ante la situación generada por la aparición de los <i>Wertrechte</i> .....	43
2. Francia. La <i>Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres</i> – <i>CCDVT</i> – y la <i>Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières</i> – <i>SICOVAM</i> – .....	43
2.1. El depósito obligatorio de acciones al portador en la <i>CCDVT</i> .....	43

2.2. La originaria <i>SICOVAM</i> como sistema de depósito <i>facultativo</i> de acciones al portador .....	44
2.3. Modificación de la <i>SICOVAM</i> por la Ley 30 diciembre 1981: establecimiento de un sistema de desmaterialización total y obligatoria de los valores mobiliarios .....	45
3. Italia. La <i>Monte Titoli SpA</i> .....	46
3.1. Contrato de depósito de los valores en los operadores intermediarios y contrato de subdepósito en la <i>Monte Titoli</i> .....	47
3.2. Sistema de <i>negoziazione accentrata</i> de los valores incluidos en el sistema .....	48
3.3. Ejercicio de los derechos que se deriven de los valores incluidos en el sistema .....	49
4. Otras experiencias de derecho comparado .....	50
4.1. Estados Unidos .....	50
4.2. Dinamarca .....	52
4.3. Suiza: la <i>Schweizerische Effekten-Giro AG -Sega-</i> .....	53
4.4. Reino Unido: el sistema <i>TALISMAN -Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers-</i> .....	53

## CAPITULO II

<b>LA DESINCORPORACION DE LOS VALORES EN EL MODELO DEL DERECHO ESPAÑOL</b> .....	55
1. Los intentos de solución de los <i>sistemas correctores</i> .....	55
1.1. Los títulos múltiples .....	56
1.2. El sistema de fungibilidad en el D. 1128/1974, de 25 abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios .....	57
1.3. Abandono de la vía de solución abierta por los sistemas correctores ..	59
2. La desincorporación de los valores. El sistema sustitutivo o solución rupturista de nuestro ordenamiento .....	59
2.1. Introducción .....	59
2.2. Antecedentes de la desincorporación de los valores en el Derecho español .....	61
2.2.1. La previsión de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta en la Ley 11/1977, de 4 enero, General Presupuestaria, y en las leyes de Presupuestos del Estado para 1979, 1980 y 1981. La efectiva emisión de Pagarés del Tesoro representados por medio de anotaciones en cuenta -RD 1849/1981 y OM 16 septiembre 1981- .....	61
2.2.2. RD 656/1982, de 3 abril, sobre emisión de Deuda Pública interior y amortizable .....	63



2.2.3. La ampliación del ámbito objetivo de los valores anotados en cuenta a los bonos del Estado. Ley 21/1986, de 23 diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987; RD 2640/1986, de 30 diciembre; OM 22 enero 1987 .....	64
2.2.4. RD 505/1987, de 3 abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado .....	65
2.2.4.1. Antecedentes legales y actual vigencia del RD 505/1987 .....	65
2.2.4.2. Fines perseguidos por el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda Pública .....	67
2.2.4.3. Estructura del sistema de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta. Sistema de registro de <i>doble escalón</i> .....	68
2.2.4.4. Operaciones sobre la Deuda Pública anotada .....	69
3. El sistema de anotaciones en cuenta establecido por la Ley 24/1988, de 28 julio, del mercado de valores .....	70
3.1. Consideraciones generales .....	70
3.1.1. Marco legal .....	70
3.1.2. Catalogación del sistema de anotaciones en cuenta de la LMV como un sistema de <i>desmaterialización total facultativa</i> .....	72
3.1.3. Aportaciones de la LMV que afectan de modo especial a nuestro objeto de estudio .....	73
3.2. Ambito de aplicación del régimen jurídico de los valores anotados en cuenta .....	75
3.2.1. Ambito objetivo de aplicación .....	75
3.2.2. Ambito subjetivo de aplicación .....	77
3.2.2.1. Vinculación originaria .....	77
3.2.2.2. Vinculación voluntaria .....	80

### CAPITULO III

<b>LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA ...</b>	<b>81</b>
1. Consideraciones generales .....	81
1.1. Naturaleza jurídica y rasgos técnicos de los registros contables de valores .....	82
1.1.1. Naturaleza jurídica de los registros contables de valores .....	82
1.1.2. Rasgos técnicos de los registros contables de valores .....	84
1.1.2.1. El recurso a la informática como medio técnico para la llevanza de los registros contables de valores .....	84
1.1.2.2. Configuración contable de los registros de valores anotados .....	85

	<i>Página</i>
1.2. El principio de publicidad en los registros contables de valores .....	86
1.2.1. Publicidad material de los registros contables de valores .....	86
1.2.2. Publicidad formal de los registros contables de valores .....	87
2. Organización de los registros contables de valores y entidades encarga- das de la llevanza de estos registros .....	91
2.1. Registros de valores no admitidos a negociación en mercados secun- darios oficiales .....	92
2.2. Registros de valores admitidos a negociación en mercados secunda- rios oficiales .....	96
2.2.1. Registro de valores admitidos a cotización en Bolsa .....	96
2.2.1.1. Estructura de doble escalón del registro de valores ad- mitidos a cotización en Bolsa .....	98
2.2.1.1.1. El Registro central .....	98
2.2.1.1.2. Las Entidades adheridas .....	99
2.2.1.1.2.1. Entidades que pueden adquirir la condi- ción de Entidad adherida .....	100
2.2.1.1.2.2. Pérdida y suspensión de la condición de Entidad adherida .....	101
2.2.1.1.2.3. ( <i>Excursus</i> ) Modificación del Título V de la LMV. Las Empresas de Servicios de Inver- sión .....	103
2.2.1.2. Organización interna del registro de valores admitidos a cotización en Bolsa .....	106
2.2.2. Registro de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones .....	108
3. Responsabilidad de las Entidades encargadas de los registros contables de valores .....	112
3.1. Régimen de responsabilidad civil objetiva .....	112
3.1.1. Circunstancias en las que se hace efectiva la responsabilidad civil de las Entidades encargadas .....	112
3.1.2. Indemnización .....	113
3.2. Sometimiento de las Entidades encargadas a un régimen de respon- sabilidad administrativa .....	114

## CAPITULO IV

<b>CONCEPTO DE VALOR ANOTADO EN CUENTA</b> .....	115
1. Ausencia de una definición de «valor» en el texto de la LMV .....	115
2. Concepto de «valor». El concepto <i>amplio</i> de «valor mobiliario»; la <i>identi- dad conceptual</i> existente entre las expresiones «valor mobiliario» y «valor negociable» .....	116
3. Concepto de «valor negociable» -o «valor mobiliario»- .....	122

	<u>Página</u>
3.1. La <i>doble técnica</i> seguida por el RD 291/1992 para la delimitación del concepto de valor negociable .....	122
3.2. Recepción de los <i>valores atípicos</i> dentro del concepto amplio de valor negociable manejado por el RD 291/1992 .....	123
3.3. Caracteres definitorios de los valores negociables .....	125
3.3.1. Contenido patrimonial del derecho que el valor representa .	125
3.3.2. Agrupación en emisiones –EM LMV, número segundo; arts. 2 LMV y 4 RD 291/1992– .....	125
3.3.3. Negociabilidad –EM LMV, número segundo; art. 2 LMV– .....	127
3.3.4. Unidad en la forma de representación .....	129
4. Concepto de «valor anotado en cuenta» .....	130
4.1. La anotación en cuenta como <i>forma de representación</i> de los valores negociables. El registro y la documentación, dos formas de representación de los derechos subjetivos. La llevanza informática del registro de valores es un instrumento técnico que no tiene cabida en la configuración conceptual de los valores anotados .....	130
4.2. Caracteres específicos de los valores anotados en cuenta .....	135
4.2.1. Carácter esencialmente nominativo .....	135
4.2.2. Irreversibilidad de la forma de representación .....	136
4.2.3. Reserva de denominación .....	138
4.2.4. Fungibilidad .....	138
4.3. Definición propuesta de «valor anotado en cuenta» .....	140

## CAPITULO V

<b>NATURALEZA JURIDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA .....</b>	<b>143</b>
1. Los valores anotados, como una categoría específica dentro de los valores mobiliarios .....	143
1.1. Componente objetivo –el valor mobiliario o negociable– y componente formal –la representación contable registral– de los valores anotados en cuenta .....	143
1.2. Calificación jurídica de los valores anotados en cuenta .....	144
1.2.1. La equivocada pretensión de identificar los valores anotados con una forma evolucionada de los títulos-valores .....	145
1.2.2. Los valores anotados tienen naturaleza jurídica propia .....	148
1.2.2.1. Primeros pronunciamientos de la doctrina española sobre este particular .....	148
1.2.2.2. La naturaleza de los valores anotados se identifica con la de los <i>Wertrechte</i> o <i>Bucheffekten</i> .....	151
1.2.2.3. Naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta .....	155

1.2.2.4. Identidad de la <i>función económica</i> ejercida por los títulos-valores y por los valores anotados en cuenta .....	156
2. Confluencia de los principios propios de los derechos reales y los principios del derecho registral .....	157
2.1. Distinción, dentro del régimen de los valores anotados en cuenta, de los elementos inspirados en el sistema registral y los inspirados en el sistema de títulos .....	158
2.2. El sistema de anotaciones es, fundamentalmente, un sistema registral .....	163
3. <i>Dimensión contable</i> de los valores anotados en cuenta .....	164
3.1. Posibilidad de incardinar los valores anotados en cuenta dentro de la categoría del hecho contable. Elementos de carácter contable configuradores de la naturaleza y régimen de los valores anotados en cuenta .....	164
3.2. La <i>transferencia contable de valores</i> –pieza clave del sistema de anotaciones en cuenta– .....	166
3.2.1. La transferencia como <i>operación contable</i> carente de naturaleza negocial. El pacto de transferencia y el pacto de contabilidad .....	166
3.2.2. Abono y adeudo –o cargo– de los valores en las cuentas del transmitente y el adquirente .....	169

## CAPITULO VI

CONSTITUCION DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA .....	173
1. Constitución de los valores anotados en cuenta .....	173
1.1. Otorgamiento de escritura pública .....	174
1.2. Inscripciones en el Registro Mercantil necesarias en el <i>régimen específico de las acciones</i> .....	175
1.3. Inscripción en el Registro de la CNMV de la designación de la Entidad encargada del registro contable de los valores .....	176
1.4. Depósito de copias de la escritura pública y publicidad de ésta .....	177
1.5. Modificación de las características de los valores .....	180
1.6. Inscripción de los valores anotados en cuenta en el registro contable .....	180
2. Contenido de los valores anotados en cuenta .....	182
3. Transformación de títulos en anotaciones en cuenta .....	183
3.1. Transformación necesaria de títulos en anotaciones en cuenta .....	184
3.1.1. Transformación en anotaciones en cuenta de títulos fungibles .....	184
3.1.2. Transformación en anotaciones en cuenta de títulos negociados en Bolsa no incluidos en el sistema previsto en el D. 1128/1974 .....	186

	<u>Página</u>
3.1.2.1. Títulos al portador .....	187
3.1.2.2. Títulos nominativos .....	189
3.1.3. Transformación de títulos sujetos a derechos reales o gravámenes .....	190
3.2. Transformación voluntaria de títulos en anotaciones en cuenta .....	190
<b>CAPITULO VII</b>	
<b>LEGITIMACION REGISTRAL PARA EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS ..</b>	<b>195</b>
1. Efecto legitimador de la inscripción registral .....	195
1.1. Legitimación activa .....	197
1.2. Legitimación pasiva .....	198
2. Certificados de legitimación –arts. 12 LMV y 18 y ss. RD 116/1992– .....	199
2.1. Naturaleza y caracteres generales de los certificados .....	201
2.2. Expedición de los certificados .....	204
2.3. Inmovilización registral de los valores; la restitución de los certificados y su caducidad .....	207
2.4. Extravío, destrucción y sustracción de los certificados .....	210
2.5. Ejecutividad procesal de los certificados de legitimación .....	210
<b>CAPITULO VIII</b>	
<b>TRANSMISION DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA .....</b>	<b>213</b>
1. Estructura del acto transmisivo: <i>iusta causa</i> y <i>traditio</i> .....	214
1.1. El <i>negocio causal</i> o <i>iusta causa</i> en la transmisión de valores anotados en cuenta .....	214
1.1.1. Eficacia del negocio <i>inter partes</i> en la transmisión de valores anotados en cuenta .....	214
1.1.2. Forma del negocio transmisivo de valores anotados en cuenta ..	216
1.2. La <i>inscripción</i> de la transmisión en el registro contable .....	218
1.2.1. La inscripción como <i>ficta traditio</i> ; su fundamento y significado ..	218
1.2.2. Necesidad de la inscripción en la transmisión de valores anotados en cuenta –incidencia del título de la transmisión en el carácter constitutivo de la inscripción– .....	222
1.2.2.1. Transmisión <i>inter vivos</i> a título oneroso .....	222
1.2.2.2. Transmisión <i>mortis causa</i> .....	225
1.2.2.3. Transmisión <i>inter vivos</i> a título gratuito .....	226
1.2.3. Aplicación de los principios de prioridad y de tracto sucesivo a la inscripción registral de la transmisión .....	226

	<u>Página</u>
2. Oponibilidad de la transmisión tras su inscripción en el registro de valores anotados .....	227
2.1. Oponibilidad frente a la Entidad emisora de los valores .....	228
2.2. Oponibilidad frente a los acreedores personales del transmitente ..	228
2.3. Oponibilidad en el caso de transmisión anterior no inscrita .....	229
3. Irrevindicabilidad de los valores anotados en cuenta .....	329
3.1. Requisitos .....	232
3.1.1. Onerosidad del título de la transmisión .....	233
3.1.2. Apariencia de titularidad y ausencia de mala fe y de culpa grave .....	234
3.2. Protección del legítimo titular .....	238
3.3. Excepciones oponibles frente al adquirente de buena fe .....	239
4. Régimenes específicos de transmisión, en función de que los valores se encuentren o no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales .....	239
4.1. Transmisión de valores anotados en cuenta no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales .....	240
4.2. Transmisión de valores anotados en cuenta admitidos a negociación en mercados secundarios .....	242
4.2.1. Transmisión de valores cotizados en Bolsa .....	243
4.2.2. Transmisión de la Deuda Pública anotada en cuenta .....	246
4.2.2.1. Régimen específico de la Deuda Pública anotada .....	246
4.2.2.2. Negociación de estos valores en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y en las Bolsas de Valores .....	248
4.2.2.3. Tipos de operaciones de compraventa de Deuda Pública anotada. La compraventa con pacto de recompra .....	251
5. La exigencia de intervención de tercero en la transmisión de valores anotados en cuenta .....	252
5.1. Antecedentes normativos .....	252
5.2. Régimen establecido por la LMV (Disp. Adic. 3. <sup>a</sup> .1 LMV) .....	254
5.3. Inobservancia de la exigencia de intervención de fedatario público o Sociedad o Agencia de Valores .....	259
5.3.1. Estado de la cuestión durante el régimen establecido por el Decreto 19 septiembre 1936. Soluciones jurisprudenciales .....	259
5.3.2. Orientación seguida por la Disp. Adic. 3. <sup>a</sup> .1 LMV .....	260
6. Dos supuestos particulares .....	261
6.1. Transmisión de valores anotados en cuenta que tengan naturaleza de bienes gananciales .....	261
6.2. Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones anotadas en cuenta .....	262

## CAPITULO IX

<b>CONSTITUCION DE DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVAMENES SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA .....</b>	<b>267</b>
1. Consideraciones generales .....	268
2. Análisis de la prenda de valores anotados en cuenta .....	269
2.1. Naturaleza jurídica de la prenda de valores anotados en cuenta .....	269
2.2. Constitución de la prenda .....	275
2.2.1. Constitución de la prenda de valores anotados en cuenta por vía de contrato .....	275
2.2.1.1. Estructura del acto constitutivo de la prenda de valores anotados en cuenta .....	275
2.2.1.1.1. Negocio causal originario de la prenda de valores anotados .....	275
2.2.1.1.2. Inscripción registral de la prenda de valores anotados. Carácter constitutivo de la inscripción y su equivalencia con el desplazamiento posesorio del título .....	276
2.2.1.2. Requisitos para la constitución de la prenda de valores anotados .....	279
2.2.2. Otras formas de constitución del derecho de prenda sobre valores anotados en cuenta .....	280
2.2.2.1. Usucapión .....	281
2.2.2.2. Negocio jurídico <i>mortis causa</i> .....	281
2.2.2.3. Adquisición <i>a non domino</i> .....	282
2.2.3. Sobre la posibilidad de constituir prenda de valores anotados en cuenta mediante la entrega del certificado de legitimación .....	283
2.3. Oponibilidad de la prenda constituida sobre valores anotados en cuenta .....	285
2.4. Ejercicio de los derechos correspondientes a los valores pignoralados .	286
2.5. Ejecución de la prenda .....	289
3. Transmisión de los derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores anotados en cuenta .....	291
4. Caracteres específicos de los derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores de deuda pública anotada .....	292

## CAPITULO X

<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>295</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>311</b>

## Abreviaturas

AAMN	= Anales de la Academia Matritense del Notariado.
AC	= Actualidad Civil.
AcP	= <i>Archiv für die civilistische Praxis.</i>
ADC	= Anuario de Derecho Civil.
AG	= <i>Aktiengesellschaft.</i>
ALR LMV	= Anteproyecto de Ley de reforma de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores, distribuido el 18 diciembre 1996.
AT	= Actualidad Tributaria.
Banc. impr. soc.	= <i>Banca, impresa e società.</i>
BankA	= <i>Bank-Archiv.</i>
BBTC	= <i>Banca Borsa e Titoli di Credito.</i>
BEE	= Boletín de Estudios Económicos.
Betr.	= <i>Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft.</i>
BL	= <i>The Business Lawyer.</i>
BOE	= Boletín Oficial del Estado.
BORME	= Boletín Oficial del Registro Mercantil.
CC	= Código Civil.
CC AA	= Comunidades Autónomas.
CCDVT	= <i>Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres.</i>
CCJC	= Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil.
CCom	= Código de Comercio.
CCS	= <i>Central Certificate Service.</i>
CDC	= Cuadernos de Derecho y Comercio.
CL	= <i>Company Lawyer.</i>
Contratto e impresa	= <i>Contratto e impresa: Dialoghi con la giurisprudenza civile e commerciale.</i>
CNMV	= Comisión Nacional del Mercado de Valores.
CRDBB	= Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil.
CREDF	= Civitas. Revista Española de Derecho Financiero.
D.	= Decreto.
DAC	= Directiva 93/6/CEE, del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito.
DB	= <i>Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftrecht, Arbeitsrecht.</i>
DepotG.	= <i>Depotgesetz.</i> Ley 4 febrero 1937, sobre Depósito y Adquisición de Títulos-valores.
DGTPF	= Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
Dir. banca merc. fin.	= <i>Diritto della Banca e del Mercato Finanziario.</i>



Disp. Adic.	= Disposición Adicional.
Disp. Derog.	= Disposición Derogatoria.
Disp. Final	= Disposición Final.
Disp. Transit.	= Disposición Transitoria.
DN	= Derecho de los Negocios.
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.
DVP	= <i>Delivery versus payment.</i>
EFT	= <i>Electronic funds transfer.</i>
EM	= Exposición de Motivos.
Giur. comm.	= <i>Giurisprudenza Commerciale.</i>
HM	= La Hoja Mercantil.
ICE	= Información Comercial Española.
IF	= <i>Innovazione finanziaria.</i>
IFLR	= <i>International Financial Law Review.</i>
<i>impresa</i>	= <i>Per il Consulente della Impresa.</i>
JIBL	= <i>Journal of International Banking Law.</i>
Jour. Soc.	= <i>Journal des Sociétés. Civiles et Commerciales. Revue Pratique de Giurisprudence, de doctrine et de legislation</i> (es continuada por la <i>Revue des sociétés</i> ).
La Ley	= Revista jurídica española de Doctrina, Jurisprudencia y Bibliografía.
LCC	= Ley 19/1985, de 16 julio, Cambiaria y del Cheque.
LECiv	= Ley de Enjuiciamiento Civil.
LGP	= Ley General Presupuestaria, aprobada por Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 septiembre.
LH	= Texto refundido de la Ley Hipotecaria, aprobado por Decreto 8 febrero 1946.
LHM	= Ley 16 diciembre 1954, de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento de Posesión.
LMV	= Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores.
LO	= Ley Orgánica.
LSA	= Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 diciembre.
MC	= <i>Moneta e credito.</i>
MDPA	= Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.
NYSE	= <i>New York Stock Exchange.</i>
OM	= Orden Ministerial.
PEE	= Papeles de Economía Española.
RCAG	= Revista del Colegio de Abogados de Granada.
RCDI	= Revista Crítica de Derecho Inmobiliario.
RD	= Real Decreto.
RDLeY	= Real Decreto-ley.
RDBB	= Revista de Derecho Bancario y Bursátil.
RDCiv	= <i>Rivista di Diritto Civile.</i>
RDComm	= <i>Rivista del Diritto Commerciale et del Diritto Generale delle Obligazione.</i>
RDM	= Revista de Derecho Mercantil.
RDN	= Revista de Derecho Notarial.

RDP	= Revista de Derecho Privado.
RdS	= <i>Rivista della Società</i> .
Rev. dr. banc.	= <i>Revue de Droit Bancaire</i> .
Rev. Soc.	= <i>Revue des Sociétés</i> (continuación del <i>Journal des Sociétés</i> ).
RGD	= Revista General de Derecho.
RH	= Reglamento para la ejecución de la Ley Hipotecaria de 8 febrero 1946, aprobado por Decreto 14 febrero 1947.
RIW	= <i>Recht der Internationalen Wirtschaft</i> . ( <i>Außenwirtschaftsdienst des Betriebs</i> ).
RJ	= Repertorio Aranzadi de Jurisprudencia.
RRM	= Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por Real Decreto 1784/1996, de 19 julio.
RTD com.	= <i>Revue Trimestrielle de Droit Commerciale et de Droit Economique</i> .
RTDPC	= <i>Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile</i> .
RVDPP	= Revista Valenciana de Deuda Pública Palau.
SAG	= <i>Die Schweizerische Aktiengesellschaft</i> (es continuada por <i>Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht</i> ).
SCLV	= Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
SEC	= <i>Securities Exchange Commission</i> .
SEGA	= <i>Schweizerische Effekten-Giro Aktiengesellschaft</i> .
Sem. Jur.	= <i>La Semaine Juridique</i> .
SEPON	= <i>Stock Exchange Pool Nominee</i> .
SICOVAM	= <i>Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières</i> .
SJZ	= <i>Schweizerische Juristen-Zeitung</i> .
SLR	= <i>Securities Law Review</i> .
SSF-PEE	= Suplementos sobre el Sistema Financiero, de Papeles de Economía Española.
STS	= Sentencia del Tribunal Supremo.
TALISMAN	= <i>Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers</i> .
TAURUS	= <i>Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock</i> .
TR	= Texto Refundido.
UCC	= <i>Uniform Commercial Code</i>
USC	= <i>United States Code</i>
WM	= <i>Wertpapier-Mitteilungen. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht</i> .
ZBJ	= <i>Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins</i> .
ZGR	= <i>Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht</i> .
ZKW	= <i>Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen</i> .

## Agradecimientos

Son las primeras páginas de este libro las últimas de él que escribió y he querido encontrar en ello ocasión para echar la vista atrás y abrir un capítulo de agradecimientos, que será, quizá, el único de este trabajo que realice sin la ayuda que, de un modo y otro, me han ofrecido todas las personas –y tantas otras más– que en él voy a mencionar.

Quiero agradecer a D. Fernando Sánchez Calero su labor de dirección al frente del trabajo doctoral en el que encuentra origen esta obra y espero que el resultado de mi estudio no haya quedado mucho más atrás de lo que me hubiese gustado evitar. Agradezco a los miembros del Tribunal que calificó aquella tesis el juicio que emitieron, especialmente valioso por las personas que lo integraron: su Presidente, D. José María de la Cuesta Rute –que ha sido para mí maestro y amigo desde mis primeros años en la Universidad–, D. Manuel Olivencia Ruiz, D. Angel Rojo Fernández-Río –con cuya ayuda he podido seguir contando hasta la fecha de publicación del libro–, D. Jaime Zurita Sáenz de Navarrete y D. José Luis García-Pita y Lastres.

Tengo la satisfacción de formar parte del Claustro de Profesores de la Universidad San Pablo-C.E.U.; en ella he encontrado el apoyo necesario para sacar a la luz este proyecto. Muy especialmente quiero manifestar mi agradecimiento a D. Emilio Beltrán Sánchez –Catedrático de Derecho Mercantil, Director del Departamento de Derecho privado al que me encuentro adscrito– por su ayuda, que, en la fase final de esta tarea, ha sido diaria.

Guardo un recuerdo de especial reconocimiento para el Prof. Vito M. Mangini, Ordinario de la asignatura *Diritto commerciale* en la Universidad de Bolonia y entonces Director del *Istituto Giuridico «Antonio Cicu»*. El mismo sentimiento debo al Prof. Dr. Klaus-J. Hopt y al Prof. Dr. Jürgen Basedow, Directores del *Max-Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht* de Hamburgo.

También quiero expresar mi gratitud a los distintos Profesores a cuyo criterio he podido acudir a lo largo de este tiempo: Juan Sánchez-Calero Guilarte, Catedrático de la Universidad de Alicante; Cándido Paz-Ares Rodríguez, Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid; Jesús Alfaro Aguila-Real, Catedrático de la Universidad de la Rioja; Alberto Javier Tapia Hermida, Profesor Titular de la Universidad Complutense de Madrid, y Mauricio Troncoso y Reigada, Profesor Titular de la Universidad Autónoma de Madrid –de quien, por lo demás, sería inútil intentar enumerar todo cuanto le debo–.

José Enrique Cachón Blanco, doctor en Derecho y licenciado en Ciencias Económicas, Agente de Cambio y Bolsa y Profesor Asociado de la Universidad Complutense de Madrid, me ha ofrecido su colaboración en múltiples ocasiones a lo largo de mi doctorado, poniendo su biblioteca a mi disposición, resolviendo cuantas dudas le haya planteado y facilitándome algunos de los numerosos trabajos que tiene publicados en relación con esta materia.

Me une con Hans-Georg Heesen, actual doctor en *Handelsrecht* por la Universidad de Berlín, una doble relación de amistad y compañerismo, si bien marcada por un matiz especial, pues él realizó su Tesis desde Alemania centrándola en el modelo español de los valores anotados en cuenta: es fácil imaginar lo enriquecedores que han resultado para mí los intercambios de conocimientos que con él he mantenido.

A Javier Fresno, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quiero agradecer la cualificada búsqueda de material que ha realizado para mi trabajo y las conversaciones en las que me ilustró del día a día de nuestro sistema de anotaciones en cuenta.

He tenido la suerte, de poder contar con la inestimable ayuda de José María Martínez-Echevarría Ortega, doctor en Derecho, licenciado en Ciencias, Políticas, Coronel del Cuerpo de Intervención y Profesor de la Universidad de Granada; Ignacio Martínez-Echevarría Ortega, Inspector de Finanzas del Estado y Agente de Cambio y Bolsa, y Alvaro Martínez-Echevarría Ortega, Inspector de Finanzas del Estado.

Agradezco a mis hermanos, Alvaro y Gonzalo, que hayan estado cerca de mí en esos momentos en los que dos brazos son pocos y las veinticuatro horas del día, insuficientes.

Todos cuantos bien me conocen saben el papel insustituible que ha desempeñado mi padre, Benito Martínez-Echevarría Ortega, en el impulso y aliento de mi labor doctoral. Falleció el 19 de marzo de 1995, cuando este trabajo comenzaba a verse finalizado. No es éste el lugar para hacer un elogio de su figura, pues la forzada limitación de espacio haría que las palabras se quedasen cortas en el intento. Tampoco tengo palabras para expresarle mi agradecimiento.

## Introducción

Los títulos-valores han supuesto, posiblemente, la más alta construcción científica elaborada por el Derecho mercantil<sup>1</sup>. La pieza clave de esta construcción se encuentra en la llamada *incorporación* del derecho al título. En torno al fenómeno de la incorporación —o *materialización*— del derecho giran todas las características fundamentales de este instrumento jurídico, que han supuesto la base o explicación de su éxito.

No podemos decir que se haya producido quiebra alguna en esta figura, a raíz de la cual hubiese iniciado su declive. Tampoco puede observarse en la evolución de estos instrumentos un período en el cual hayan empezado a caer en desuso, viéndose amenazados de morir en el olvido<sup>2</sup>. Muy al contrario, las ventajas ofrecidas por la cartularización de los derechos y la perfección técnica de su concepción han hecho que, desde su nacimiento, la utilización de los títulos-valores en el tráfico haya sido cada vez más creciente. Este crecimiento alcanzó un punto crítico, en el cual los problemas originados por la profusión de los títulos en el mercado fue causa de que se cuestionara la conveniencia de su existencia. Esta situación paradójica, en la cual el principal problema con el que se enfrentaban los títulos-valores no era otro sino su propio éxito, fue conocida como la *crisis del papel*.

Junto a la crisis aparecieron las primeras soluciones, que, desde algún punto de vista, podrían considerarse transitorias y que la doctrina ha convenido en califi-

1. Comenta SÁNCHEZ CALERO cómo «la difusión de los títulos valores en el tráfico dio lugar a la elaboración de una acabada doctrina, de la que los mercantilistas se sentían orgullosos» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en VERDERA Y TUELLS, E. (dir.), *El nuevo mercado de valores*, Bolonia, 1993, pg. 92). En esta línea observa OLIVENCIA (en «la incorporación del derecho al título y su desincorporación. [Análisis histórico dogmático]», en VV AA, *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pg. 16) que «fue la innovación de la que los mercantilistas modernos se sienten más ufanos». ASCARELLI juzga que son los títulos la contribución más influyente del Derecho Mercantil a la formación de la economía moderna (cfr. *Cambiale, assegno bancario, titoli di credito*, Torino, 1938, pg. 205) y RIPERT, hablando de la división del capital de la sociedad anónima en acciones, recoge la opinión de Nicholas MURRAY BUTLER y atribuye a este «descubrimiento» más importancia que la que tuvieron la máquina de vapor y la electricidad en la producción industrial (cfr. RIPERT, G., *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2.<sup>a</sup> ed., Paris, 1951, pgs. 51, 109-110 y 128).
2. Más bien, los títulos-valores han sido *víctimas de su propio éxito* (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 92).  
*Vid. infra* Capítulo Preliminar, Epígrafe 2.

car como *sistemas correctores*<sup>3</sup>. Pero la *corrección* llevada a cabo por estos sistemas trajo consigo algunas *incorrecciones*<sup>4</sup> y situaciones faltas de coherencia<sup>5</sup>.

El estado al que había llegado la cuestión resultaba muy insatisfactorio y se dejaba sentir la necesidad de nuevas soluciones. En este punto aparecen los llamados *sistemas sustitutivos*. Sustitutivos porque rompen con la idea de *corregir* las desviaciones a las que había llegado el itinerario seguido por los títulos-valores y optan por sustituir aquello que consideran la causa de esas desviaciones: el elemento material del título-valor, el papel. Surgen así, por contraposición con el término títulos-valores, los *derechos-valores*, concebidos como derechos no encartados que cumplen idéntica función que los títulos de inversión<sup>6</sup>. No podemos decir que la era de los títulos-valores se haya de dar por cerrada<sup>7</sup>, pero lo cierto es que los derechos-valores han abierto su era desplazando ostensiblemente de lugar a los títulos-valores<sup>8</sup>. En nuestro Derecho esta figura encuentra su reflejo en los valores anotados en cuenta, que ya entraron en nuestro ordenamiento con el RD 1849/1981, de 20 agosto, por el que se acordó la emisión de Deuda del Tesoro, interior y amortizable<sup>9</sup>, pero que han tomado forma definitiva con los arts. 5 a 12 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

3. Esta etapa se corresponde en España con el denominado *sistema de fungibilidad*, establecido por el Decreto 1128/1974, de 25 abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en bolsa y de depósito de valores mobiliarios (vid. sobre el particular GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *El Decreto de 25 abril 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho Mercantil*, Madrid, 1974; igualmente, vid. *infra* II.1.2.)
4. Así, por ejemplo, la exigencia de este sistema de tratar como fungibles los títulos nominativos que quieran entrar dentro de él. Esto choca frontalmente con la condición de los títulos nominativos, cuya razón de ser es la individualización y no la fungibilidad.
5. Así merece calificarse el hecho de que el título, que es un instrumento de movilización, nazca ahora para permanecer inmovilizado (vid. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta», en *RDBB*, 1990, núm. 37, pg. 78). Incoherente resultaba —y resulta— también la situación final a la que se había llegado, en la cual, para documentar un sólo derecho eran necesarios dos títulos: en primer lugar, el título-valor al que se incorporaba el derecho y, en segundo lugar, el certificado por el cual se acreditaba el depósito del título-valor en la entidad correspondiente (vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de «bienes»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores», en *RCDI*, 1989, núm. 593, pg. 1217).
6. Tal concepción de los derechos-valores corresponde a CANARIS, corrigiendo a OPITZ —quien utilizó y definió por primera vez el término *Wertrechte*, derechos-valores— (vid. CANARIS, C. W., *Bankvertragsrecht*, en *Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, 3.ª ed., Tomo III, Volumen 3, Berlin-New York, 1981, números de margen 2043 y ss. y OPITZ, G., «Die Drittverpändung», en *Fünfsing depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954, pg. 329, si bien el lugar y fecha original de publicación es *BankA*, 1940, pgs. 298 y ss.).
7. Por el contrario, nuestra normativa en esta materia sigue contemplando la existencia y la necesidad de los títulos-valores: arts. 51 y 52 del RD 1564/1989, de 22 diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas; art. 5 de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores.
8. Especialmente dentro de la categoría de los títulos de inversión. Acerca de este particular, vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)», en VV AA, *Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil*, Madrid, 1979, pgs. 217 y ss.
9. Que se acogió para ello a la autorización contenida en el art. 24.1.1.º de la Ley 74/1980, de 29 diciembre, de Presupuestos del Estado para 1981. Vid. *infra* II.2.2.1.

El estudio de este proceso de desincorporación de los derechos, el análisis de la nueva figura que ha surgido como fruto de ese proceso y la descripción de su régimen va a ser el objeto de nuestro trabajo.

## Los derechos incorporados a títulos y la crisis de los títulos-valores

**SUMARIO.**—1. EL PORQUE O RAZON DE SER DE LA INCORPORACION DE LOS DERECHOS A LOS TITULOS-VALORES.—2. LA CRISIS DE LOS TITULOS-VALORES.—2.1. La crisis de los títulos-valores. Los riesgos y problemas del papel —riesgos y problemas de la incorporación, en último término—.—2.2. Análisis dogmático de la crisis de los títulos-valores.

### 1. EL PORQUE O RAZON DE SER DE LA INCORPORACION DE LOS DERECHOS A LOS TITULOS-VALORES

En la Edad Media el foco de la riqueza se desplazó de la propiedad de la tierra, o riqueza inmobiliaria, hacia los valores alternativos que ofrecía la economía burguesa, fundamentada en la riqueza mobiliaria —las mercaderías, la moneda, el crédito—<sup>1</sup>. Comenzó a sentirse el desfase que se había producido entre la realidad del tráfico jurídico y los instrumentos de que disponía el Derecho para ponerlos al servicio de éste.

La transmisión y circulación ágil y segura del derecho de crédito se veía dificultada por las estructuras que tenía la relación jurídica obligatoria, conforme a la concepción del Derecho romano, entonces vigente. Es difícil introducir un tercero en la relación existente entre un acreedor —*creditor*— y un deudor —*debitor*—, cuando éstos se encuentran vinculados por las normas de Derecho romano puro<sup>2</sup>. La posición ocupada por cada uno de los sujetos de la relación jurídica obligacional romana estaba afectada por un marcado carácter subjetivo<sup>3</sup>.

1. Vid. GUYÓN, Y., «Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières», en *Rev. Sociétés*, 1984, pgs. 451 y 452; RIPERT, G., *Aspects juridiques du Capitalisme moderne*, 2.<sup>a</sup> ed., Paris, 1951, pg. 128.
2. Claramente se manifiesta al respecto D'ORS, quien afirma que «la relación obligacional suele ser activa y pasivamente transmisible a los herederos, pero requiere sujetos determinados desde que empieza a existir, y, en principio, no es transferible *inter vivos*» —el subrayado es nuestro— (cfr. *Derecho privado romano*, 8.<sup>a</sup> ed., revisada, Pamplona, 1991, pg. 401). Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pgs. 15 y 16.
3. Vid. ARIAS RAMOS, J./ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, Tomo I, *Parte general. Derechos reales*, 18.<sup>a</sup> ed., 1.<sup>a</sup> reimpr., Madrid, 1988, pgs. 52 y ss., esp. 53 a 55, donde se habla del concepto de *ius* en sentido subjetivo.



Todos los intentos realizados en orden a la consecución de una mayor objetivación de esas posiciones no llegaron más allá de lo que conocemos como cesión de créditos<sup>4</sup>. Pero todavía la cesión de créditos continuaba siendo una figura excesivamente subjetivada. En la cesión el tercero adquirente del crédito ocupa frente al deudor la misma posición jurídica *personal* en la que se encontraba el acreedor cedente<sup>5</sup>. Esto significa que el deudor está facultado para oponer al nuevo acreedor cesionario las mismas excepciones que hubiese podido oponer al antiguo acreedor, al acreedor cedente. Con las normas de la cesión de créditos se busca que el deudor cedido no pueda ser perjudicado por el contrato de cesión y se responde a la realidad de que el cedente no puede transmitir al cesionario mejor derecho que el suyo<sup>6</sup>. En este caso, por tanto, la dirección tomada por las normas del derecho de personas apuntaba hacia un interés muy distinto de aquel que se buscaba en las relaciones económicas entre comerciantes. El Derecho de obligaciones se cuidaba de amparar los intereses de las partes contratantes. Los comerciantes, en cambio, actuaban en un ámbito en el cual la movilización de la riqueza constituía un interés primordial. Por este motivo necesitaban un *instrumento jurídico que agilizará la circulación de la riqueza mobiliaria* y que *amparará la posición del tercero adquirente*, que subentraba en el seno de una relación obligatoria para ocupar la posición de uno de los antiguos obligados.

Este segundo aspecto —la protección del tercero que adquiere el derecho objeto de la relación obligatoria— supone dotar de certeza y seguridad a las operacio-

4. Sobre la regulación de este particular en nuestro Código Civil, *vid.* PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», en *ADC*, 1988, fascículo IV, Tomo XLI, pgs. 1033 y ss. y «Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código Civil», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R./SALVADOR CODERCH, P. (dir.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II, 2.ª ed., Madrid, 1993, pgs. 1019 y ss.; RECALDE CASTELL, A., «Título-valor», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, Madrid, 1995, pg. 6577.

Esta forma de transmisión de derechos será aplicable a «las acciones que hayan de representarse mediante anotaciones en cuenta, antes de la inscripción a que se refiere el art. 8 LMV» (PANTALEÓN PRIETO, F., «Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código Civil», *cit.*, pg. 1020); *vid.* art. 60 LSA —en el que se remite para el régimen de las acciones anotadas a la normativa del mercado de valores— y art. 56.1 LSA —cuya aplicación, por analogía, resulta procedente en el caso que nos ocupa—.

*Vid.* BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho mercantil*, 9.ª ed., Madrid, 1991, pg. 243; MIQUEL, J., *Curso de Derecho romano*, Barcelona, 1987, pgs. 429 y 430.

5. El acreedor cesionario «se subroga o subentra en la posición jurídica del primitivo acreedor» (cfr. PANTALEÓN PRIETO, F., «Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código Civil», *cit.*, pg. 1020; *vid.* GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Tratado de Derecho mercantil*, Tomo II, *Título-valores [Doctrina general — Títulos nominativos directos — Títulos a la orden — Títulos al portador — Títulos de tradición]*, Madrid, 1955, pg. 12).

6. Conforme al principio contenido en la máxima «*nemo plus iuris ad alium transferre potest quam ipse haberet*» (*vid.* IUSTINIANUS, *Digesta Iustiniani*, 50.17.54, *apud* SCHULZ, F., *Derecho romano clásico*, Barcelona, 1960, pg. 338).

Así el cedido, si fuere el caso, podrá oponer al cesionario que el crédito no llegó nunca a nacer en la persona del cedente; que, con anterioridad a la cesión, el crédito había quedado ya extinguido —por pago, compensación, condonación, novación, etc.—; que mediaba condición resolutoria y que ésta se había cumplido, o que la obligación estaba sometida a término final y que éste se había alcanzado; que el crédito había ya prescrito antes de que tuviera lugar el contrato de cesión; que había convenido con el cedente una prórroga o aplazamiento, etc. (cfr. PANTALEÓN PRIETO, F., «Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código Civil», *cit.*, pgs. 1028 y 1029 y «Cesión de créditos», *cit.*, pgs. 1116 y ss.).

nes de intercambio, que hasta aquel momento eran realizadas por los comerciantes con los márgenes de incertidumbre propios del derecho de personas. Tal *agilidad, seguridad y certeza* en la transmisión de los derechos –y, consiguientemente, *agilidad, seguridad y certeza* en la circulación de la riqueza mobiliaria– se buscó en el *régimen de los derechos reales*<sup>7</sup>.

Los efectos *erga omnes* propios de los derechos reales resultarían mucho más pacificadores que el Derecho de personas y sus efectos *inter partes*. Los derechos subjetivos a los que nos estamos refiriendo son derechos que nacen para la circulación, para ser transmitidos a lo largo de una cadena ilimitada o, al menos, indefinida de titulares. Si un derecho es transmitido conforme a las normas del Derecho de obligaciones, llevará siempre aparejado, a lo largo de esa cadena de titulares, un número indeterminado y desconocido de excepciones personales, que pueden ser actuadas por el deudor en cualquier momento. El carácter expreso que es propio de la relación de Derecho real –derivado de la existencia de la *cosa*, como elemento fundamental de dicha relación–, parece mucho más adecuado para la transmisión de un derecho que está llamado a tener un número indefinido de sucesivos titulares.

En la relación de Derecho real, después de una transmisión, el nuevo titular del derecho subjetivo sabe que no le afectarán las posibles relaciones obligatorias que vinculasen al antiguo titular de la cosa con otras personas. Esa es la *certeza y seguridad* que buscaban los comerciantes para sus operaciones<sup>8</sup>. Esa *certeza y seguridad*, además, incentivan y fomentan que se acuda a este instrumento de tráfico, lo cual supone, en último término, una forma de creación de riqueza.

El Derecho tenía que encontrar la forma de unir todos estos intereses. Hallar el procedimiento para que el derecho objeto de una relación obligatoria pudiese transmitirse con la misma *agilidad, seguridad y certeza* con que se transmiten los derechos reales<sup>9</sup>. Trasladar al ámbito de la relación obligatoria las ventajas que, en el ámbito de la relación de Derecho real<sup>10</sup>, se desprenden de la *tangibilidad* y la *visibilidad* que son inherentes a las *cosas*<sup>11</sup>. Se buscaba, por tanto –y es en este punto en el que aparecen expresiones tan singulares como la que sigue– el modo de *cosificar* un derecho subjetivo. El resultado de esta búsqueda fue el título-valor<sup>12</sup>.

7. OLIVENCIA (en «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 16) señala que se abandonó el Derecho de obligaciones para «acogerse al régimen más benévolo, cierto y seguro de los derechos reales».
8. Y que, más tarde, han sido buscadas con mayor interés, si cabe, por los *inversores*.
9. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)», en VV AA, *Homenaje a Broseta Pont*, Valencia, 1995, pg. 3094.
10. *Vid.* RECALDE CASTELLS, A., «Título-valor», *cit.*, pgs. 6578 y ss..
11. Y que permitieron que el Derecho amparase a quien afirmaba «*ubi rem meam invenio, ibi vindico*» (*vid.* ENNECCERUS, L./KIPP, T./WOLFF, M., *Tratado de Derecho civil*, Tomo III [*Derecho de cosas*], Vol. 1.º [*Posesión-Derecho inmobiliario-Propiedad*], Barcelona, 1971, pg. 448).
12. Parece obligado hacer aquí –en las primeras páginas de este trabajo– un breve comentario de la figura de los títulos-valores, ya que, en numerosas ocasiones, van a ser término de referencia de nuestras consideraciones. Nos interesa especialmente *destacar la importancia del papel que ha jugado la incorporación* como pieza clave de la dogmática de los títulos-valores –concebida como «un expediente doctrinal por medio del cual se reifica o cosifica un «derecho incorporal» al

objeto de sustraer su circulación a las reglas poco favorables del derecho de obligaciones y de someterla a las más favorables de derecho de cosas» (cfr. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor. [El marco conceptual de las anotaciones en cuenta]», en VV AA, *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995, pg. 87)–, toda vez que la razón de ser de los valores anotados en cuenta es, en gran medida, dar lugar a la desincorporación o desmaterialización de los valores. Resulta bastante revelador de hasta qué medida lo que analizamos en estas líneas nos servirá luego como término de referencia, el hecho de que algunos Autores llaman a los valores anotados «derechos desincorporados».

En efecto, la esencia de los títulos-valores se entiende o explica a la luz del fenómeno de la incorporación del derecho al título –el término *incorporación* (*Verkörperung*) se debe a SAVIGNY, quien, incidentalmente, lo empleó por vez primera en *Das Obligationenrecht als Theil des heutigen Römischen Rechts*, Berlin, 1853–.

La extraña tarea de dar cuerpo material o *cosificar* los derechos subjetivos se satisfizo por un procedimiento extremadamente sencillo –si se piensa en la complicación que, aparentemente, mostraba el objetivo perseguido–. El elemento material en el cual tomó cuerpo, o se materializó, el derecho no fue otro sino el mismo *papel*, en el que se venía documentando la relación contractual obligatoria, que ahora era objeto de conflicto. Cuando se habla de incorporación, por tanto, se hace referencia a este hecho: que el derecho ha tomado cuerpo en el mismo papel que lo documenta (destacando la importancia de la incorporación, ZÖLLNER –en *Wertpapierrecht*, 14.ª ed., München, 1987, pg. 15– afirma que los títulos-valores son documentos –*Wertpapiere sind Urkunden*– y, recogiendo una opinión generalizada, añade que «ohne Verbriefung kein Wertpapier entsteht. Manche drücken das so aus: *Ohne Verkörperung kein Wertpapier*» –el subrayado es nuestro–; sirviéndose de otra terminología, también muy utilizada, GIERKE destaca la importancia de la incorporación hablando de la «*Verbindung von Recht und Papier*» [vid. *Das Recht der Wertpapiere*, Köln-Berlin, 1954, pgs. 1-3]; vid. también MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, Bern, 1985, pgs. 3 y ss.; OPITZ, G., «Wertrechte und Wertpapiere», en *Fünfzig depotrechtliche...*, cit., pgs. 426 y 427; JÄGGI, P./DRUEY, J. N./GREYERZ, C. VON, *Wertpapierrecht: unter besonderer Berücksichtigung von Wechsel und Check*, Basel-Frankfurt am Main, 1985, pgs. 52 y ss.; HARTER, W./FRANKE, J./HOGREFE, J./SEGER, R., *Wertpapiere in Theorie und Praxis*, 4.ª ed., Stuttgart, 1993, pg. 25). Desde que así se convino –y desde que la Ley así quiso considerarlo surgió un nexo tal entre el derecho y el título que sus destinos se desarrollarían inseparablemente unidos (vid. GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J., «Los títulos-valores», en *RDM*, 1951, núm. 36, pg. 312; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1988, pg. 1; vid. un análisis de la evolución histórica de los títulos-valores en SCHULTZE, H. A., *Beiträge zur Geschichte des Wertpapierrechts*, Marburg in Hessen, 1931), viéndose así los derechos de crédito revestidos de los atributos de los derechos reales (cfr. EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores», en *RDM*, 1982, núm. 163, pg. 16).

Esta es la trascendencia de la incorporación del derecho al título y en ella se apoya toda la construcción doctrinal de los títulos-valores (cfr. EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración...», cit., pg. 16; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pgs. 1 y ss.). Es importante tener claro desde el principio el verdadero significado que esta expresión tiene, para no llevarlo más allá de donde sería razonablemente admisible (vid. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 6, donde se afirma que «no debe exagerarse tampoco la conexión entre el derecho y el documento», ni «deben extraerse conclusiones equivocadas cuando se afirma –empleando la expresión en sentido figurado– que el documento «incorpora» un derecho»). Por más que el término quiere expresar que un derecho ha tomado cuerpo en una cosa, el valor de esta expresión no puede ser otro sino el metafórico –sin que quepa pensar que efectivamente ha habido una alteración en el mundo de las cosas–. Sobre este punto llama la atención GARRIGUES cuando afirma que «los autores que censuran la idea de incorporación no caen en la cuenta de que toman como realidad una pura expresión metafórica: (...) se dice que el derecho está como transfundido o incorporado al título, de manera que, siendo cosas distintas, se ofrecen en el tráfico como si fuesen una cosa única» (cfr. «Los títulos-valores», cit., pgs. 313 y 314). Sería un error pensar que en el título-valor se produce una incorporación del derecho al título en el sentido *literal* de la palabra. Pero igualmente sería erróneo despreciar el uso del término incorporación, pues empleándolo con su significado adecuado –el metafórico– permite expresar con precisión, sin necesidad de circunloquios, el fenómeno jurídico que el título-valor supone.

Teniendo presente esta acepción del término incorporación es cuando mejor pueden trazarse los rasgos que dibujan la naturaleza de los títulos-valores. La incorporación es el centro de toda la teoría de los títulos-valores, pues en ella se evidencia que el derecho objeto del interés

de la relación *inter partes* ahora puede ser tratado como una cosa corporal. Afirma GARRIGUES que «todas las características del título-valor giran alrededor del especial nexo que existe entre la cosa corporal (título) y la cosa incorporal (derecho)» (cfr. «Los títulos-valores», *cit.*, pg. 311; *vid.* HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, *cit.*, pgs. 12 y ss.; FERRI, G., «La necessità del documento nell'esercizio del diritto cartolare», en *BBTC*, 1964, I, pg. 1; LIBERTINI, M., «Premesse a una revisione della teoria unitaria dei titoli di credito», en *BBTC*, 1972, I, pg. 192).

El título por su parte también ha visto alterada su naturaleza. Normalmente, los títulos que documentan una relación jurídica son considerados un elemento accesorio de está. Sin embargo, en el supuesto de los títulos-valores el orden de los papeles se invierte y es el derecho el que resulta ser accesorio al título (*vid.* GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J., «Los títulos-valores», *cit.*, pg. 312 y *Contratos bancarios*, 2.<sup>a</sup> ed., por MOLL, S., Madrid, 1975, pg. 100). Esto es lógica consecuencia de la incorporación, pues, si efectivamente el derecho se ha incorporado al título, quien posea el título poseerá también el derecho; aquél que tenga el título en su posesión habrá de ser considerado titular del derecho. Es ésta una diferencia radical entre el título-valor, en cuanto documento, y cualquier otro título documental —ya sea un título constitutivo o un título probatorio—.

Hemos señalado la importancia de la incorporación. Hemos diferenciado entre el título y el derecho como los dos elementos integrantes del título-valor —elemento corporal y elemento incorporal, respectivamente—. Ahora, para seguir analizando la naturaleza de esta figura, habremos de preguntarnos sobre el modo de su constitución o nacimiento.

El título-valor nace por el mero hecho de su escritura. GARRIGUES (en «Los títulos-valores», *cit.*, pg. 310) afirma que «por una curiosa regresión hacia el antiguo formalismo romano, la obligación se considera como nacida por la sola virtud de la escritura». En el título se hace una declaración en virtud de la cual el declarante se obliga en los términos que quedan recogidos en la declaración misma.

Por la emisión del título, el declarante también se somete al régimen propio de los títulos-valores (*vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, Tomo II [*Títulos y valores, contratos mercantiles, Derecho concursal y marítimo*], 18.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1995, pg. 8). En la declaración se hace referencia al derecho que en él se incorpora y ése será precisamente el contenido específico de la obligación a la que se compromete el emisor del título. El derecho que se incorpora al título tiene su origen en un negocio distinto del negocio por el cual nace el título —pensemos, por ejemplo, en los *títulos de tradición*, en los cuales se encuentra incorporado el derecho sobre las mercancías que mencionan; el derecho sobre las mercancías tiene su origen en un negocio distinto de aquél por el cual nace el título-valor—. Aquel negocio tiene su propia causa y puede ser anterior o coetáneo al nacimiento del título-valor. Cuando se emite o redacta el título, la relación de derecho de obligaciones se funde con el documento —se incorpora a éste, habíamos dicho antes—. Por tanto, en torno al título-valor encontramos dos negocios jurídicos. Por un lado, un negocio *fundamental* o *extracartáceo* y, por otro, un negocio *cartáceo* o *documental*. Este segundo negocio —llamado también *pactum cambii*, haciendo referencia al título-valor por excelencia— es el que, como hemos señalado, da vida al título-valor (*vid.* BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 591).

Continuando con el análisis de la naturaleza del título-valor, veremos ahora cuáles son las características que lo definen. Al ver cómo es el nacimiento del título, necesariamente hemos tenido que detenernos en destacar la importancia de la incorporación —pues no es posible explicar de otro modo la constitución del título-valor—. Ahora, al analizar las características del título, procuraremos también centrar nuestra atención en el fenómeno de la incorporación. Es opinión generalizada que las tres notas características de los títulos-valores son la literalidad y autonomía del derecho y la necesidad del documento para el ejercicio y transmisión de aquél —esta tercera característica también se conoce como *legitimación por la posesión*—; —desde la doctrina italiana, LIBERTINI, M., «Premesse a una revisione...», *cit.*, pg. 193, donde se comenta cómo la disciplina del *titolo di credito* se resume a través de los conceptos de «incorporazione, letteralità ed autonomia»—.

1. *Literalidad del derecho*. Se quiere decir con ello que en la declaración de voluntad formulada en el título se debe recoger todo cuanto se refiere a la descripción de la naturaleza, ámbito y contenido del derecho (*vid.* MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 26). En gran medida, es gracias a esta literalidad del derecho por lo que se puede considerar que el derecho está incorporado al título. Es admisible que alguno de los aspectos que se refieren a la descripción del derecho se encuentre contenido en otro documento, al cual se remita el título. En función del grado de literalidad del derecho, puede distinguirse también

entre títulos *perfectos* –o jurídico escriturarios– y títulos *imperfectos* –o jurídico materiales– (vid. EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración...», *cit.*, pg. 32, nota 83). En los perfectos el grado de literalidad es pleno; en ellos el derecho nace en virtud de lo declarado en el título: no existe otro documento al que haya que acudir para conocer la naturaleza o contenido del derecho. En este tipo de títulos, la incorporación del derecho es total. En los títulos imperfectos, sin embargo, se incorpora un derecho que, además de ser preexistente a la redacción del documento, es definido en documentos diversos del título (vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., «Los títulos-valores», *cit.*, pgs. 359 y 360). Algunos Autores han hecho una distinción semejante, tomando también como criterio de clasificación la literalidad del título, pero utilizando una terminología diversa (así, MADRID PARRA [en «La circulación de valores...», *cit.*, pg. 26] habla de títulos *completos* o *abstractos* –en los que «se incorpora de un modo perfecto un derecho que puede delimitarse por la escritura del documento»– y títulos *incompletos* o *causales* –en los que «el derecho que incorporan debe completarse en su contenido o exigibilidad por circunstancias ajenas al tenor literal del documento»– y cita como ejemplo de estos segundos las acciones –en las cuales la declaración en ellas formulada debe completarse con lo dispuesto en los estatutos e incluso con el contenido de acuerdos de la junta general–).

La consecuencia principal de la literalidad es que, en su virtud, no pueden interponerse al titular del derecho excepciones que se deriven de elementos no contenidos en el título –o en aquellos documentos que completen la declaración efectuada en el título–.

2. *Autonomía del derecho.* Esta característica está en íntima relación con la vocación circulatoria que tienen los títulos-valores (vid. PANZARINI, G., *Autonomía e circolazione nei titoli di credito nominativi e al portatore*, Milano, 1969; con más indicaciones, GALGANO, F., «Sulla circolazione dei titoli di credito», en *Contratto e impresa*, 1987, 2, pg. 387; EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración...», *cit.*, pg. 33). Autonomía quiere decir que la posición jurídica del que adquiere un título-valor es independiente de la posición que, con relación al derecho incorporado, tuviesen los anteriores poseedores del título. El derecho del que adquiere un título-valor es un derecho originario, no un derecho derivado; pues, como bien sabemos, el título-valor ha permitido huir de los inconvenientes que, en este sentido, suponía el sometimiento a las normas de la cesión de créditos –por eso dice GARRIGUES (en «Los títulos-valores», *cit.*, pg. 361) que lo que se adquiere es un *ius proprium* y no un *ius cessum*–. La autonomía, al igual que la literalidad, también tiene como consecuencia la limitación de la posibilidad de interponer excepciones al poseedor del título (vid. CHIOMENTI, F., *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977, pgs. 265 y ss.). La autonomía –en cierto sentido su propio nombre lo dice– impide que el poseedor del título vea atacado su derecho en virtud de una relación personal entre aquél que interpone la excepción y el anterior o anteriores poseedores del título. La autonomía del derecho incorporado al título y la consiguiente limitación a la interposición de limitaciones personales, permiten cobrar conciencia de cómo la creación del título-valor supuso una liberación del régimen propio de los derechos personales.

3. *Legitimación por la posesión.* Con este término se quiere expresar que la mera posesión de un título-valor –cumpliendo, eso sí, los requisitos propios de la naturaleza de cada título, en función de que éste sea nominativo, a la orden o al portador– será suficiente para que el que lo posee pueda exigir el cumplimiento del derecho incorporado. En otro sentido, la legitimación por la posesión también significa que el título es elemento absolutamente *necesario* para el ejercicio del derecho –especialmente ilustrativas son las palabras de FERRI, quien, al destacar el acuerdo de la doctrina acerca de la necesidad de esta circunstancia, comenta cómo «da Vivante a Navarrini, da Arcangeli a Messineo, da Ascarelli a Salandra, da Valeri a Ferrara junior, da Asquini a Ferri, tutti, pur movendo da autonome posizioni, se spesso molto distanti tra loro, pur assumendo una diversità di atteggiamenti, hanno concordemente posto in luce questa necessità del documento come uno dei connotati essenziali del titolo di credito» (cfr. «La necessità del documento...», *cit.*, pg. 1); vid. CHIOMENTI, F., *Il titolo di credito...», cit.*, pg. 497 y ss.; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor, cit.*, pg. 3; HARTER, W./FRANKE, J./HOGREFE, J./SEGER, R., *Wertpapiere...», cit.*, pg. 26; JÄGGI, P./DRUEY, J. N./GREYERZ, C. von, *Wertpapierrecht...», cit.*, pgs. 54 y ss. y 58 y ss., donde, respectivamente, se detalla el régimen de legitimación de los *Namenspapier* y de los *Inhaber*– y los *Ordrepapier*–.

Visto desde la posición que ocupa el obligado por el derecho, la legitimación supone que éste se verá liberado de su obligación cumpliéndola ante aquél que, siendo poseedor del título, se lo reclamase en los términos oportunos.

Esta propiedad del título permite la ágil circulación del derecho incorporado, que era uno de los principales fines perseguidos cuando nació la figura del título-valor. Esta agilidad en la circulación del derecho es conseguida por el mayor grado de certeza que ofrecen los derechos

## 2. LA CRISIS DE LOS TITULOS-VALORES

### 2.1. La crisis de los títulos-valores. Los riesgos y problemas del papel –riesgos y problemas de la incorporación, en último término–.

Todos los objetivos perseguidos al crear la figura de los títulos-valores fueron satisfactoriamente alcanzados. Efectivamente, se había logrado un mayor grado de *certeza* en cuanto al conocimiento de todo lo referente al derecho que ahora se incorporaba al título: quién es la persona legitimada para exigir el cumplimiento de la obligación, cuáles son las excepciones oponibles al titular del derecho y cuáles no le son oponibles, etc. Igualmente se consiguió dotar de *seguridad* y *agilizar* el procedimiento para la transmisión y circulación de los derechos<sup>13</sup>.

Estas ventajas hicieron que el título-valor se convirtiera en un instrumento jurídico mercantil que gozaba de un gran atractivo y de una singular aceptación en el mercado. El recurso al uso de los títulos-valores fue cada vez más extendido desde su nacimiento. Por el grado de perfección de su concepción dogmática, no parecía que fuesen a ofrecer problemas, ni desde un punto de vista jurídico, ni tampoco desde una perspectiva económica.

Las disfunciones comenzaron a surgir cuando, dado el propio éxito logrado por estos instrumentos, alcanzaron un nivel de difusión que no estaba previsto dentro de lo que correspondía a su normal funcionamiento<sup>14</sup>. Los derechos materializados en el documento de papel eran fáciles de transmitir porque podían ser tratados como cosas –y no como bienes incorporales–. La legitimación del titular para el ejercicio del derecho se había simplificado enormemente, pues bastaba para ello con la mera presentación del documento. Pero cuando el número de títulos manejados en el mercado –e incluso el número de los que integraban el objeto de una sola operación entre dos sujetos– sobrepasó los límites de lo previsi-

---

reales frente a los derechos personales. A este respecto, dice GARRIGUES (en *Curso de Derecho mercantil*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1982, pg. 722) que «la adquisición rápida y segura de los derechos sólo es posible cuando lo decisivo para el adquirente no sea el derecho –invisible– del transmitente, sino un título visible cuyo contenido decida sobre la extensión del derecho. La misión económica de los títulos valores se consigue, pues, mediante la protección a la fe en la escritura, la incorporación del derecho al documento y la subordinación del derecho a todas las mutaciones jurídico reales de aquél».

A la vista de lo expuesto sobre el modo de constitución de los títulos-valores y sobre sus propiedades, o principales características, es fácil observar que la naturaleza que corresponde a estos instrumentos jurídicos es la propia de los *derechos reales*. Si bien, haciendo referencia a las peculiares circunstancias de que se encuentran revestidos, resulta más preciso calificarlos como derechos subjetivamente reales.

13. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», en *RCDI*, 1991, núm. 603, pg. 363) afirma, en este sentido, que los títulos-valores y el concepto de *incorporación* «fueron la vía a través de la cual pudo superarse la inadecuación de la disciplina de la cesión de créditos a las exigencias de una *segura* y *ágil* circulación de la riqueza crediticia». Vid. también PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 83.
14. Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 17; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 88.

ble, el hecho de la existencia de un documento de papel por cada derecho circulante había dejado de ser una ventaja y se había convertido en un inconveniente<sup>15</sup>.

Puesto que la principal razón de la crisis fue la materialidad de los títulos —o, si se quiere, la materialización de los derechos— este hecho se conoció como la *crisis del papel*<sup>16</sup>. Es fácil de entender que fueron los títulos de inversión los que sufrieron más acusadamente este fenómeno de crecimiento geométrico y crisis funcional<sup>17</sup>. Por lo que se refiere al tráfico de los derechos, realmente comenzaba a resultar implanteable que el transmitente tuviese que entregar los títulos físicamente al adquirente, cuando en un sólo acto se hubiesen transmitido quizá decenas de miles. Mayor todavía era el número de dificultades por lo que se refería a la administración o ejercicio de los derechos<sup>18</sup>, que requería la manipulación de *montañas de papel*, con el consiguiente encarecimiento en el coste de las operaciones y demora en su realización<sup>19</sup>. En frase gráfica se ha expresado

15. Vid. OPTIZ, G., «Die Wertpapiersammeldepots in Deutschland», en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., pgs. 607 y 608; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», cit., pg. 88; REGALDE CASTELLS, A., «La desmaterialización de los valores privados...», cit., pgs. 3093 y 3094; ESTEBAN VELASCO, G., «Sociedad anónima», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, cit., pg. 6280.
16. Resulta muy ilustrativo de este fenómeno el hecho que se registró en una de las dos Bolsas de Nueva York —*New York Stock Exchange (NYSE)*—. Tuvo lugar como consecuencia del propósito que se hizo esta Bolsa de elevar su volumen de negociación e intentar alcanzar la cifra de diez millones diarios de acciones negociadas. Tal planteamiento fue formulado por NYSE en 1965, cuando en ella se negociaba una media diaria superior a los seis millones de acciones. En 1968 aquella Bolsa había llegado a rebasar en un sólo día la cifra de veinte millones de acciones negociadas. Y en el mes de junio los veintiún millones. El grado de confusión y el número de errores materiales cometidos por los agentes de Bolsa, así como los costes de sus servicios comenzó a multiplicarse de forma indeseable, con consecuencias muy perjudiciales para todo el mercado. Esta situación fue denominada «*crisis del papel*» — *paper crisis*— (vid. CUESTA RUTE, J. M. de la, *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972, pgs. 291 a 293).  
Vid. también OPTIZ, G., «Der stückelose Effektenverkehr, ein Gegenstück zum bargeldlosen Zahlungsverkehr», en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., pg. 94.  
PAZ-ARES hace también referencia al *paper crunch* (vid. «La desincorporación de los títulos-valor», cit., pg. 88); con relación a los efectos de este fenómeno dentro de nuestras fronteras, comenta este Autor cómo en «la Bolsa madrileña, el número de títulos cotizados andaba a finales de los ochenta por los 3.000 millones, es decir, dos o tres veces más que el de billetes en circulación»; en consecuencia —continúa observando PAZ-ARES—, «se elevan considerablemente los *costes de impresión*, pues a medida que crece el volumen de títulos aumenta el riesgo de falsificación, lo cual obliga a imprimir los títulos con papel especial y mediante procedimientos especiales que encarecen su producción. Ya en el año 1970 el valor de impresión de las acciones de 500 ptas. oscilaba entre el 1% y el 1,5% de su nominal. También crecen, y no en menor proporción, los *costes de custodia*. Pero sobre todo son los *costes de manipulación del papel*, de la manipulación necesaria para el ejercicio y transmisión de los derechos, los que se hacen insoportables» (op. cit., pg. 89).
17. Vid. EIZAGUIRRE (en «Bases para una reelaboración...», cit., pg. 109) y DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 363).
18. Donde más visibles se muestran los perjuicios que la profusión de los títulos produjo es en el campo de las acciones de sociedad. Las distintas operaciones materiales que, en ocasiones, exige el ejercicio de los derechos a ellas incorporados —corte de cupones, presentación del título para asistir a la Junta— se ven enormemente dificultadas cuando el número de títulos se cuenta por miles.
19. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, cit., pgs. 379 y 380; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 364; ÁNGULO RODRÍGUEZ, L., «La representación de valores por anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 febrero», en *DN*, 1992, núm. 19, pg. 1; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores...», cit., pg. 72; REGALDE CASTELLS, A., «La desmaterialización de los valores privados...», cit., pg. 3094.

esta idea al decir que «las ventajas del papel han desembocado en los inconvenientes del papeleo»<sup>20</sup>.

## 2.2. Análisis dogmático de la crisis de los títulos-valores.

La crisis del papel fue una crisis de la incorporación –así se habla de *Zurücktreten der Verkörperung*<sup>21</sup>– y, en consecuencia, una crisis de los títulos-valores. Desde un punto de vista dogmático, esta situación de colapso en el tráfico había evidenciado los *inconvenientes de la materialidad del título-valor*<sup>22</sup>. Ahora resultaba perjudicial el haber materializado los derechos y se añoraba la posibilidad de poder *manejarlos* como cosas incorpóreas, que no ocupan un espacio físico y no requieren ser tratadas individualmente, una a una<sup>23</sup>.

Junto a este problema, que constituye el centro de la crisis de los títulos-valores, también pueden ser tomados en consideración otros que hacen referencia a la propia incorporación –con independencia de que exista o no una sobredimensión en el crecimiento y difusión de los títulos–: son lo que podríamos llamar los *riesgos del papel*. Estos riesgos se traducen en la posibilidad de destrucción, extravío y sustracción o robo del título. El extravío y la sustracción o robo son supuestos que pueden generar una situación de conflicto entre el titular *legítimo* del derecho y el tenedor *legitimado* por la posesión del título –con buena o mala fe y en una primera o ulteriores transmisiones del documento–. La construcción dogmática de los títulos-valores había facilitado hasta el extremo la agilidad en la circulación y la seguridad dentro del tráfico –o, al menos, por lo que se refiere a la posición del adquirente–; pero había descuidado situaciones como éstas, en las que se ven perjudicadas la justicia y la equidad<sup>24</sup>.

Estos problemas se mueven en el ámbito de la concepción teórica del título-valor y resultan por ello mucho más conflictivos que los que se derivaron de la *crisis del papel*. La *crisis del papel* afectó a cuestiones de orden procedimental –dificultades para la transmisión y ejercicio de los derechos incorporados– y, analizado desde esta perspectiva, podría incluso decirse que era un problema, hasta cierto punto, coyuntural –en la medida en que se resolvería cuando se articularan los medios procedimentales necesarios–. Los *riesgos del papel* afectan a la misma estruc-

---

DESCHAMPS (en *Wertrechte im Effektenverkehr. Zum redlichen Erwerb stückerloser Effekten*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1989, pgs. 3 y 4) se refiere al momento en que la crisis de la función de los títulos-valores intenta paliarse por medio de su depósito en cajas de seguridad de los bancos y destaca cómo los costes que de ello se derivan disminuyen la rentabilidad de la inversión en estos valores.

20. Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 18.

21. Cfr. ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, *cit.*, pg. 6 y «Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren», en *Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen, Festschrift für Ludwig Raiser*, Tübingen, 1974, pg. 249.

22. Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 18.

23. Antes de optar por el abandono del elemento material, uno de los intentos de solución de la crisis supuso simplemente obviar los problemas de la individualización de los derechos, recurriendo a los llamados «títulos múltiples».

24. Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 17.



tura jurídica del título-valor y no se producen como fruto de una situación coyuntural, sino que son inherentes al título mismo. De ahí su mayor conflictividad.

Por otro lado, el anonimato del que se veían afectados los títulos al portador comenzó a mostrarse inconveniente por diversas razones, entre las que destacaban las de orden fiscal<sup>25</sup>.

El carácter crítico de estos problemas estructurales se hizo más evidente desde el momento en que el propio ordenamiento jurídico comenzó a aplicar medidas correctoras al sistema de títulos.

En este sentido, resulta muy representativo el hecho de que el Decreto 19 septiembre 1936, que había nacido para solventar una situación de excepción, fuese ratificado por Ley 23 febrero 1940 y admitido como una situación estable. Se dispuso que en toda transmisión y negociación sobre valores mobiliarios al portador fuese obligatoria la intervención de fedatario público, estableciendo la nulidad de aquellas transmisiones en las que se incumpliera esta exigencia. En el Decreto de 1936 estas disposiciones se justificaban por la situación de inseguridad que había sido creada por la confrontación bélica española. ¿Cómo explicar su mantenimiento en la Ley de 1940? Cabría pensar que la explicación se encuentre en el descontento del legislador con lo que constituye uno de los puntos principales del sistema de los títulos-valores –la transmisión de los títulos al portador en virtud de su *simple tradición*–. Pero la respuesta se encuentra, más bien, en el control fiscal, al que antes nos hemos referido: evitar, mediante la intervención del fedatario, la opacidad ante el Fisco de la riqueza mobiliaria<sup>26</sup>.

---

25. Vid. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores...», *cit.*, pg. 72.

26. Vid. *infra* VIII.5.

Con relación al Decreto de 1936, comenta MADRID PARRA (en «La circulación de valores...», *cit.*, pg. 73) que supone una «verdadera “desnaturalización” del título al portador y una auténtica “ruptura” con el sistema jurídico tradicional, en el que se insertó como pieza extraña».

## El proceso de desincorporación de los valores. *Sistemas correctores y sistemas sustitutivos*

**SUMARIO.**—1. ALEMANIA. EL SISTEMA DE DEPOSITO COLECTIVO ESTABLECIDO POR LA *DEPOTGESETZ*.—1.1. Orígenes y fundamento del sistema.—1.2. Los Bancos colectores de títulos-valores —*Wertpapiersammelbanken*—.—1.3. Transmisión de los valores y ejercicio de los derechos que de ellos se desprenden.—1.4. El Decreto 5 enero 1940: los créditos registrados de la Deuda Pública —*Schuldbuchforderungen*—.—1.5. División de la doctrina ante la situación generada por la aparición de los *Wertrechte*.—2. FRANCIA. LA *CAISSE CENTRALE DE DÉPÔTS ET DE VIREMENTS DE TITRES* —*CCDVT*— Y LA *SOCIÉTÉ INTERPROFESSIONNELLE POUR LA COMPENSATION DES VALEURS MOBILIÈRES* —*SICOVAM*—.—2.1. El depósito obligatorio de acciones al portador en la *CCDVT*.—2.2. La originaria *SICOVAM* como sistema de depósito *facultativo* de acciones al portador.—2.3. Modificación de la *SICOVAM* por la Ley 30 diciembre 1981: establecimiento de un sistema de desmaterialización total y obligatoria de los valores mobiliarios.—3. ITALIA. LA *MONTE TITOLI S.p.A.*.—3.1. *Contrato de depósito de los valores en los operadores intermediarios y contrato de subdepósito en la Monte Titoli*.—3.2. Sistema de *negoziazione accentrata* de los valores incluidos en el sistema.—3.3. Ejercicio de los derechos que se deriven de los valores incluidos en el sistema.—4. OTRAS EXPERIENCIAS DE DERECHO COMPARADO.—4.1. Estados Unidos.—4.2. Dinamarca.—4.3. Suiza: la *Schweizerische Effekten-Giro AG* —*Sega*—.—4.4. Reino Unido: el sistema *TALISMAN* —*Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers*—.

Tarde o temprano, a medida que las circunstancias del tráfico lo han ido exigiendo, los distintos ordenamientos jurídicos que contemplaban el sistema de títulos han ido introduciendo medidas correctoras o sustitutivas del sistema cartular de representación de los valores.

### 1. ALEMANIA. EL SISTEMA DE DEPOSITO COLECTIVO ESTABLECIDO POR LA *DEPOTGESETZ*

#### 1.1. Orígenes y fundamento del sistema.

En Alemania, antes de que el legislador realizase modificación alguna en el modelo establecido, los particulares ya habían adoptado prácticas paralelas al sis-

tema cartular, para obviar los inconvenientes que se habían desprendido de éste<sup>1</sup>. Los títulos ya no estaban en manos de los inversores sino que se encontraban depositados en bancos<sup>2</sup>.

Este uso es iniciado por el *Bank des Berliner Kassenvereins* a finales del siglo XIX –el 5 de enero de 1882– para evitar los riesgos de robo y extravío –especialmente en los títulos al portador– y las incomodidades que supone la manipulación material de los títulos, necesaria para el ejercicio de los derechos a ellos incorporados<sup>3</sup>. Se da lugar así a la figura del depósito colectivo –*Sammelverwahrung*–, que es consagrada por la Ley 4 febrero 1937 sobre Depósito y Adquisición de Títulos-valores –*Depotgesetz*–<sup>4</sup>.

Conforme a la lógica de este sistema, los depositantes adquieren un derecho de copropiedad sobre la cartera colectiva –*Sammelbestand*– que se concreta en una cuota proporcional al valor nominal o al número de los títulos que hayan depositado<sup>5</sup>. Por eso los títulos depositados deben tener carácter fungible –por lo que habrán de ser títulos al portador o a la orden endosados en blanco<sup>6</sup>–. El depositante pierde su derecho a exigir la devolución de los mismos títulos que él depositó y deberá admitir la entrega de otros de la misma especie y cantidad<sup>7</sup>.

1. Si bien, además de este esfuerzo de los particulares, también ha de tenerse presente que «desde la promulgación de la ley sobre contabilidad de la deuda pública imperial (*Reichsschuldbuchgesetz*) en el año 1910, el Reich podía emitir empréstitos que no se recogían en títulos de deuda pública, sino que se inscribían en el libro de deuda del Estado» (cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 23), figura ésta en la que, más tarde, se apoyará el legislador alemán cuando consagre en su ordenamiento jurídico la figura de los derechos-valores.
2. Un análisis detallado de la evolución del sistema alemán de depósito colectivo –del que aquí tan sólo haremos un esbozo– en STÜDEMANN, *Die Globalaktie*, Berlín, 1960, pgs. 168 y ss. y OPITZ, G., *Fünzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlín, 1954.
3. Cfr. LEMAITRE, B., *Der Effekten-Lieferungsverkehr und das Effekten-Giro-Depot*, Stuttgart, 1926, pg. 77; SCHULTZ, H./OPITZ, G., «Sammeldepots beim Kassenverein», en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., pgs. 1 y ss.; EINSELE, D., *Wertpapierrecht als Schuldrecht. Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr*, Tübingen, 1995, pg. 12.
4. Que sustituyó a la Ley 5 julio 1896, que disciplinaba los deberes de los comerciantes con relación a la custodia de títulos-valores ajenos –*Gesetz, betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere*–. Vid. OPITZ, G., *Depotgesetz. Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, 2.<sup>a</sup> ed., Berlín, 1955 (la primera edición de esta obra tuvo lugar en fecha muy cercana a la de publicación de la ley, en junio de 1937); del mismo Autor «Sammelverwahrung von Wertpapieren mit Gruppenauslösung», en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., pgs. 371 y ss. e «Il deposito cumulativo di titoli nelle banche tedesche», en *Moneta e credito*, 1953, pgs. 482 y ss.; HEINSIUS, T./HORN, A./THAN, J., *Depotgesetz. Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, Berlín-New York, 1975; BRUNS, G., «La organización del servicio de títulos-valores y de la liquidación de las operaciones de Bolsa en Alemania», en VV AA, *Curso de Conferencias sobre «Organización y funcionamiento de los Servicios para la conservación y administración de los valores mobiliarios y liquidación de las operaciones de Bolsa»*, Madrid, 1971, pg. 61 y, del mismo autor, «Die Computer-Revolution im Effektenbereich», en *ZKW*, 1972, pg. 760.
5. Actualmente, §9 I DepotG –antes §6 I DepotG.–. En caso de *quiebra del banco depositario* el derecho de cada depositante se encuentra garantizado por el reconocimiento de la *separatio ex iure domini* –§32 DepotG.–. Cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 19; BRUNS, G., «La organización del servicio de títulos-valores...», cit., pg. 61.
6. §§1.I y 5.I DepotG.
7. §§7 y ss. DepotG.

### 1.2. Los Bancos colectores de títulos-valores –Wertpapiersammelbanken–.

Una modificación fundamental para la buena marcha del sistema fue la centralización de los depósitos colectivos en los *Bancos colectores de títulos-valores –Wertpapiersammelbanken–*. Se crea un sistema de depósito de doble escalón en el que existen unos Bancos colectores –*Kassenvereine*–<sup>8</sup> en los que efectúan sus depósitos los demás Bancos, cuya función se reduce a la de simples receptores de los depósitos de los clientes –*Sammeldepotkunden*–<sup>9</sup>. Este depósito fue practicado en nueve Bancos especializados<sup>10</sup> y la doctrina lo calificó como un «retroceso de la incorporación» y una «pérdida de función» –*Funktionsverlust*– de la figura del título-valor<sup>11</sup>.

### 1.3. Transmisión de los valores y ejercicio de los derechos que de ellos se desprenden.

Los títulos pasan a ser *prescindibles* tanto para el ejercicio de los derechos, como para la transmisión de la titularidad sobre ellos<sup>12</sup>.

Así, para la asistencia a una junta general de sociedad anónima, no es necesaria la presentación de todos los títulos, sino que el §123 III AktG. admite que los títulos estén depositados en un banco y se presente en su lugar un certificado de depósito. Igualmente el derecho a percibir dividendos –o intereses en las obligaciones– se puede realizar por medio de certificados bancarios de depósito, sin necesidad de la presentación de los cupones. De este modo *los títulos pierden en gran medida la función de legitimación*<sup>13</sup>.

La *transmisión de los valores* se realiza por medio de *transferencia sin movimiento de los títulos –stückelose–*. El fundamento de este tráfico inmaterial de los valores se

Vid. SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, 2.<sup>a</sup> ed., München, 1976, pgs. 294 y ss.; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 19.

8. Es interesante destacar –para que no pase inadvertido– el hecho peculiar de que en el sistema alemán no hay una única institución encargada del registro central de los valores –como la SICOVAM francesa, la *Monte Titoli* italiana, la Central de Anotaciones o el SCLV españoles–, sino que es ésta una función que se encuentra *descentralizada* y repartida entre las distintas *Kassenvereine*.
9. Las *Kassenvereine* se ocupan de las operaciones de compensación y, en su actividad de depositarias, están eximidas de la obligación de custodiar los valores identificándolos individualmente, de modo que pueden agruparlos por clases, depositándolos en bloque (cfr. BRUNS, G., «La organización del servicio de títulos-valores...», cit., pg. 62).
10. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 19; PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli», en *BBTC*, 198, I, pg. 321.
11. Vid. DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektenverkehrsverkehr*, cit., pgs. 5 y 19 y ss.; ZÖLLNER, W., «Die Zurückdrängung des Verkörperungselements...», cit., pgs. 249 y ss.; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 19; CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, cit., números de margen 2040 y ss.  
Vid. el comentario de este hecho –la *Funktionsverlust*– en nuestra literatura en EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración...», cit., pg. 81; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 366; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores...», cit., pg. 74; OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», cit., pg. 20.
12. Cfr. OPITZ, G., «Ein Wertrechtsgiro», en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 539 y 540, donde, con este motivo, se habla de *entstücker Recht*.
13. Cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 20.

encuentra en la creación de un *depósito central de valores* –*Girosammelverwahrung*–<sup>14</sup>. En él abren cuentas de valores los *Wertpapiersammelbanken* –que son los únicos facultados para ser titulares de este tipo de cuentas<sup>15</sup> y que, a su vez, son la puerta de acceso al sistema para los particulares–<sup>16</sup>. Los títulos circulan o, mejor, se modifica la titularidad sobre ellos por medio de transferencias de cuenta a cuenta sin necesidad de proceder a su entrega material –*Effektengiroverkehr*–: la transmisión se verifica por medio de *anotaciones contables* en los bancos depositarios de títulos-valores<sup>17</sup>.

#### 1.4. El Decreto 5 enero 1940: los créditos registrados de la Deuda Pública –*Schuldbuchforderungen*–.

Pero dentro del ordenamiento jurídico alemán existe un grado mayor de desmaterialización de los valores, que se alcanzó con el Decreto 5 enero 1940<sup>18</sup>. Este Decreto, que restringe su ámbito de aplicación a la *Deuda Pública*, prevé que las obligaciones del Estado no se documenten en títulos-valores, sino que se representen como *créditos registrados de la Deuda* –*Schuldbuchforderungen*–. Nace así lo que la doctrina alemana ha llamado *derechos-valores* –*Wertrechte*–<sup>19</sup>.

14. Constituido por la *Verordnung zur Vereinfachung des Wertpapierverkehrs* de 22 de diciembre de 1942.  
En gran medida, son aplicables al *Girosammelverwahrung* las disposiciones relativas al *Sammelverwahrung* (cfr. SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, cit., pg. 297).
15. Vid. CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, cit., número de margen 2010; DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektengiroverkehr*, cit., pg. 37; SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, cit., pgs. 294 y ss.; OPITZ, G., *Depotgesetz*, cit., pg. 156.  
Son siete los *Wertpapiersammelbanken* –o *Kassenvereine*–: *Bayerischer Kassen-Verein AG, München; Berliner Kassenverein AG, Berlin; Frankfurter Kassenverein AG, Frankfurt; Niedersächsischer Kassenverein AG, Hannover; Norddeutscher Kassenverein AG, Hamburg; Wertpapiersammelbank Nordrhein-Westfalen AG, Düsseldorf; Stuttgarter Kassenverein, AG.* Además existe un *Deutscher Auslandskassenverein AG*, situado en Frankfurt, que canaliza la actividad de los bancos extranjeros.  
Desde el 1 de enero de 1990 los *Wertpapiersammelbanken* se han unido dando lugar al *Deutscher Kassenverein AG* (vid. SCHIMANSKY, H./BUNTE, H.-J./LWOWSKI, H.-J., *Bankrechts-Handbuch*, Tomo II, München, 1997, pg. 1528, nota 2).
16. En efecto, previamente se ha efectuado un depósito de los títulos-valores que puede estar formado por *dos o tres niveles* –*Drittverwahrung*–. Un primer depósito es el que realiza el titular de los valores en un *banco local* –*Lokalbank*–; éste procede a un nuevo depósito en un *banco central* –*Zentralbank*–, quien, finalmente, formaliza un depósito en uno de los *Kassenverein*. Esta cadena se puede simplificar si el primer depósito se constituye directamente en un *Zentralbank* (vid. DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektengiroverkehr*, cit., pgs. 36-37; CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, cit., números de margen 2149 y ss.).
17. Cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 21; SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, cit., pg. 297.  
Acerca de la fundamentación jurídica de este procedimiento vid., con más indicaciones, KOLLER, I., «Der gutgläubige Erwerb von Sammeldepotanteilen an Wertpapieren im Effektengiroverkehr» (parte primera), en *DB*, 1972, pg. 1857.
18. «La figura de los derechos-valor ha tenido reconocimiento legal sobre todo a través de la ley de empréstitos del Estado (*Anleihegesetz*) de 1951 y las dos ordenanzas del Reich de los años 1940 y 1942» (cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 23).  
Vid. MEDER, H./ERNST, O., *Schuldbuchrecht des Bundes und der Länder*, Frankfurt am Main, 1950, pg. 18.
19. Cfr. OPITZ, G., «Wertrechte und Wertpapiere», en *Fünfzig depotrechtliche...*, cit., pgs. 426 y ss.  
Sobre el particular, vid. DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektengiroverkehr*, cit., pgs. 11 y ss.; KOLLER, I., «Wertpapierrecht (Empfiehl sich eine Neuordnung und Ergänzung des Wertpapierrechts im BGB?)», en *Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts*, Tomo 2, Köln, 1981,

### 1.5. División de la doctrina ante la situación generada por la aparición de los *Wertrechte*.

La nueva situación, en la que conviven los *Wertrechte* y los *Wertpapiere*, divide la doctrina alemana en dos tendencias: por un lado, aquellos que entienden que la ciencia jurídica debe orientar sus pasos hacia la elaboración de unos principios comunes que sean válidos tanto para los títulos-valores, como para los derechos valores<sup>20</sup>; por otro lado, los que defienden que debe elaborarse una nueva teoría –y un nuevo régimen jurídico– para los derechos-valores, adaptando en la medida que sea posible los principios jurídico-reales de los títulos-valores y acudiendo, por vía de analogía a la disciplina del *Depotgesetz*<sup>21</sup>.

## 2. FRANCIA. LA CAISSE CENTRALE DE DÉPÔTS ET DE VIREMENTS DE TITRES –CCDVT– Y LA SOCIÉTÉ INTERPROFESSIONNELLE POUR LA COMPENSATION DES VALEURS MOBILIÈRES –SICOVAM–.

### 2.1. El depósito obligatorio de acciones al portador en la CCDVT.

En Francia la desmaterialización de los valores mobiliarios comenzó como un sistema de carácter obligatorio. Fueron unas leyes de guerra las que impusieron este procedimiento. El fundamento para su promulgación se encontraba no sólo en la intención de simplificar la gestión de los valores, sino también en el interés de los poderes públicos por conocer cómo se encontraba repartido el capital mobiliario nacional<sup>22</sup>. Por Ley 18 junio 1941 se creó una caja central de depósito y transferencia de títulos –*Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres: CCDVT*–.

pgs. 1431 y ss.; DROBNIG, U., «Dokumenteloser Effektenverkehr», en KREUZER, K. (dir.), *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung*, Neuwied/Frankfurt, 1988, pgs. 11 y ss.; HANDSCHIN, L., *Papierlose Wertpapiere*, Basel-Frankfurt am Main, 1987; PETERS, K., «Bucheffekten- eine Alternative zum Wertpapier?», en *WM*, 1976, pg. 890; KÜMPEL, S., «Der Bestimmtheitsgrundsatz bei Verfügungen über Sammeldepotguthaben», en *WM*, 1980, pg. 422; DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers. Einige rechtsvergleichende Hinweise», en *SAG*, 1987, pgs. 65 y ss.; RICHARD, R., *Wertpapierrecht*, Heidelberg, 1987, pg. 12; WESSELEY, W., «Der Bundesschatzbrief als Sammel-schuldbuchforderung und seine Emission», en *WM*, 1969, pg. 1094; PLEYER, K./SCHLEIFFER, G., «Neuere Entwicklungen im Depotrecht», en *Betr.*, 1972, pgs. 77 y ss.

20. Así, OPTIZ, G., «Von der Girosammelverwahrung zur Girosammelverwaltung», en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 384 y ss.; del mismo autor «Ein Wertrechtsgiro», en *Fünfzig depotrechtliche...*, *cit.*, pgs. 538 y ss.; *vid.* también la exposición de esta teoría que recoge FABRICIUS en «Zur Theorie des stückelosen Effektingiroverkehrs mit Wertrechten aus Staatsanleihen. Zugleich ein Beitrag zur Frage der Abgrenzung von Schuldrecht und Sachenrecht», en *AcP*, 1963, pg. 464.
21. CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, *cit.*, núm. de margen 2046 y ss.; SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, *cit.*, pg. 304.
22. Cfr. DANIEL PETIT, M., «Organización y funcionamiento de los servicios de títulos y compensación en la Bolsa de París», en VV AA, *Curso de Conferencias...*, *cit.*, pg. 36. Curiosamente, entre las causas que llevaron a la promulgación de estas leyes, se encontraba también la necesidad de ahorro de papel, escaso en aquellos momentos en un país en guerra como era Francia (*vid.* OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 21).

Más tarde, la Ley 3 febrero 1943 hizo obligatorio el depósito en la CCDVT de todas las acciones al portador<sup>23</sup>.

La CCDVT estaba constituida como una sociedad anónima en cuyo capital participaban la Banca de Francia, los principales bancos franceses y los agentes de cambio. Los títulos, una vez depositados eran perforados con la finalidad no de inutilizarlos sino de impedir que pudiesen volver a circular<sup>24</sup>.

En el sistema de la CCDVT la desmaterialización afectaba solamente a la transmisión y administración de los valores, pero no a la constitución de éstos, pues el derecho seguía incorporándose a un título –aunque el título fuese condenado a la inmovilidad–<sup>25</sup>.

Por Ley 5 julio 1949, este sistema fue suprimido. Su duración fue tan corta porque su carácter imperativo había provocado que este sistema fuese mal acogido y muy criticado<sup>26</sup>.

Pero lo cierto es que ya era muy difícil –e incluso equivocado– abandonar las ventajas que se habían alcanzado con el sistema de depósito<sup>27</sup>.

## 2.2. La originaria SICOVAM como sistema de depósito facultativo de acciones al portador.

Poco después de haberse suprimido la CCDVT, por Decreto núm. 1105, de 4 agosto 1949, se creó la *Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobiliè-*

23. Vid. también las Leyes 28 febrero 1941, 14 febrero y 8 marzo 1942.

24. Cfr. AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM. Le compte courant d'actions*, Paris, 1959, pgs. 172 y 173.

25. Vid. TUNC, A., «La représentation des actions par la comptabilité de la Caisse centrale de dépôts et de virements de titres», *Sem. jur.*, 1947, I (Doctr.), pg. 659; AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM...*, cit., pg. 173; JEANTET, C. F., «Le dépôt collectif des titres au porteur à la CCDVT», en *Jour. Soc.*, 1945, pgs. 161 y ss.; SANTINI, G., «La cassa centrale di deposito e giro del titolo azionario», en *RTDPC*, 1948, pgs. 482 y ss.

26. Acerca de los motivos que llevaron a la supresión de la CCDVT, vid. AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM...*, cit., pgs. 24 y ss.

27. En efecto, en el ordenamiento y doctrina franceses la desmaterialización de los valores no ha dejado de ser cultivada desde que hubiese hecho entrada.

Además de contar con uno de los sistemas más desarrollados de desmaterialización de los valores mobiliarios, cuenta también con una vasta experiencia por lo que a desmaterialización de los efectos de comercio se refiere, que ha dado lugar al nacimiento de la *lettre de change-relevé* y a la *lettre de change-relevé-magnétique*.

Vid. sobre este particular VASSEUR, M., «La lettre de change-relevé», en *RTD com.*, 1975, pg. 203 y «La Lettre de Change-Relevé. De l'influence de l'informatique sur le Droit», Paris, 1976; JEANTIN, M., *Droit commercial. Instrument de paiement et de crédit. Entreprises en difficulté*, Paris, 1988, esp. pg. 356; JACQUELINE, M. R., «La lettre de change-relevé», en *Banque*, 1972, pg. 15 y «La place des effets de commerce et des effets financiers dans le système bancaire français», en *Banque*, 1975, pg. 937; HUGON, J., «Une petite révolution: le paiement des marchés publics par lettre de change-relevé», en *Rev. dr. banc.*, 1988, pgs. 84 y ss.; BUYLE, «La carte de paiement électronique», en *Rev. dr. banc.*, 1988, pgs. 44 y ss.; RUFF, A./BELAN, P., *L'ordinateur de la banque*, Paris, 1974; GAVALDA, C./STOUFFLET, J., *Droit del affaires*, Paris, 1988, pgs. 169 y ss.

res –SICOVAM–<sup>28</sup>. Como primera medida, este régimen de depósito era *facultativo* y, además, *más flexible*. El depósito se concertaba con bancos o agentes de cambio y bolsa y se instrumentaba por medio de una cuenta corriente<sup>29</sup>. Estos, a su vez, realizaban un depósito de los títulos en SICOVAM. Todos los títulos depositados eran considerados fungibles, es decir, el depositante no tiene la titularidad sobre unos documentos concretos, sino tan sólo sobre una cuota de participación en el total de los depositados –correspondiendo dicha cuota al número de los que él depositó–. Todas las transmisiones y operaciones sobre los valores tienen lugar en el seno de la propia SICOVAM por medio de anotaciones contables de cargo y abono de títulos en las cuentas de los distintos titulares<sup>30</sup>.

La SICOVAM ha ido sufriendo diversas modificaciones a lo largo de su existencia. En efecto, si en un principio el acceso a la SICOVAM estaba restringido a los *títulos accionarios emitidos al portador*, posteriormente se introdujeron rectificaciones –o mejoras– en el sistema para dar cabida a todos los valores mobiliarios<sup>31</sup>.

### 2.3. Modificación de la SICOVAM por la Ley 30 diciembre 1981: establecimiento de un sistema de desmaterialización total y obligatoria de los valores mobiliarios.

Merece ser destacada especialmente la reforma introducida por la Ley de Finanzas de 30 diciembre 1981 y su Decreto de aplicación núm. 83/359, de 2 mayo 1983. Esta reforma mantiene básicamente la estructura y funciones de la SICOVAM, pero impone la representación por medio de *anotación en cuenta* para todos los valores mobiliarios que, emitidos en territorio francés, estén sometidos a las leyes francesas, ya sean valores nominativos o no<sup>32</sup>.

28. Vid. GORÉ, F., «Le nouveau régime des valeurs mobilières. (Commentaires des décrets du 30 octobre 1948, du 4 août 1949 et du 10 novembre 1949)», en *Sem. Jur.*, 1951, I (Doctr.), núm. 948; RIPERT, G., «Le régime des valeurs mobilières et le décret du 4 août 1949», en *Rev. Soc.*, 1949, pgs. 261 y ss.

29. Vid. ROUX, A., «Le compte courant et le virement de titres en France», *Banque*, 1963, pgs. 16 y ss.

30. Vid. AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM...*, *cit.*, pgs. 54 y 55.

31. Vid. Decretos 64/970 y 71/215 –pueden localizarse, respectivamente, en *Sem. Jur.* 1964, III, núm. 30422 y 1971, III, núm. 37723–.

32. Art. 94.II de la Ley 30 diciembre 1981.

La referida Ley 30 diciembre 1981 y su Decreto 83/359 no acometió –como debiera haber sido– la modificación de los preceptos de la legislación societaria concernientes a los valores mobiliarios, donde –con terminología ya anacrónica– se hablaba de «títulos nominativos» y «títulos al portador», cuando el nuevo sistema ya no permitía hablar de *títulos al portador*, sino que, más bien debiera hablarse de *títulos anónimos*. Estas modificaciones llegaron de manos de la Ley 83/1, de 3 enero 1983 –que rectificó el capítulo de la Ley 24 julio 1966 relativo a los valores mobiliarios– y de su Decreto de aplicación, núm. 83/363, de 2 mayo 1983 –que modifica el Decreto 23 marzo 1967, sobre sociedades mercantiles–.

Vid. RIPERT, G./ROBLOT, R., *Traité de Droit commercial*, Tomo II, 12.<sup>a</sup> ed., París, 1990, pgs. 33-34; ROBLOT, R., «La dématérialisation des valeurs mobilières», *Brochure A.N.S.A.*, núm. 185, 1984; GUYÓN, Y., «Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières», *cit.*, pgs. 451 y ss. y «Die neuere Entwicklung des französischen Gesellschaftsrecht», en *ZGR*, 1985, pg. 74; FOYER, V. J., *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, Lausanne, 1985, pg. 21; DALLÈVES, L., «La dématérialisation des papiers-valeurs: un décalage croissant entre droit et réalité», en *SAG*, 1987, pgs. 43 y ss.; FASQUELLE, D., «Le nantissement des valeurs mobilières», en *RTD com.*,



### 3. ITALIA. LA MONTE TITOLI S.p.A.

También se procedió en Italia a la *corrección* del sistema de títulos. Se hizo dando reconocimiento oficial, por medio de la Ley número 289, de 19 junio 1986<sup>33</sup>, a un sistema de depósito y administración centralizada de valores, que ya estaba funcionando antes de la promulgación de la ley<sup>34</sup>. La pieza clave del sistema italiano es una sociedad, a la que se le encarga la custodia, negociación y administración centralizada de los valores en ella depositados. Había sido constituida en 1978, fruto del impulso conjunto de la *Banca d'Italia*, otras entidades de crédito y organizaciones profesionales de agentes de cambio. Fue operativa desde 1981. Esta sociedad se denomina «*Monte Titoli S.p.A. – Istituto per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari*»<sup>35</sup>.

Como en todos los sistemas correctores, en el sistema italiano, se mantiene todavía la incorporación del derecho al título. La desmaterialización tiene lugar,

1995, 48 (1), pg. 1; MIGEOT, PH., «La dématérialisation des valeurs mobilières françaises», en *Banque*, 1984, pgs. 827 y ss.; MEIER, A., «Neuere Entwicklungen im französischen Wertpapierrecht», en *RfW*, 1986, pgs. 678 y ss.; RIVES-LANGE, J.-L./CONTAMINES-RAYNAUD, M., *Droit bancaire*, Paris, 1990, pgs. 1018 y ss.; MERCADAL, B./JANIN, Ph., en *Memento pratique Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, Paris, 1991, pgs. 713 y ss.; MERLE, P., *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Paris, 1988, pgs. 244 y ss.; WITZ, C., «Die Entmaterialisierung des Effektenwesens in Frankreich», en *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung*, KREUZER, K. (dir.), Neuwied/Frankfurt, 1988, pgs. 47 y ss.; KÜMPFEL, S., «Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten», en *WM*, 1984, pgs. 577 y ss. (1.ª parte), pgs. 613 y ss. (2.ª parte); STEUER, S., «Zum neuen stückelosen Wertpapierrecht in Frankreich», en *WM*, 1984, pgs. 1385 y ss.; PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata...», *cit.*, pgs. 320 y 321.

Entre nosotros, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La “desmaterialización” de los valores en la experiencia francesa», en *RDBB*, 1987, núm. 26, pgs. 431-433; TAPIA HERMIDA, A. J., «La “desmaterialización” de los valores mobiliarios en Francia», en *RDBB*, 1988, núm. 29, pg. 239; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 367-368; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 75; 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*), pgs. 78 y 79; OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pgs. 22 y 23.

33. Completada y modificada posteriormente por los Reglamentos de la *Consob* núm. 2723, de 18 febrero 1987, y núm. 2724, de la misma fecha y, más tarde, núm. 4199, de 29 agosto 1989. Acerca las disposiciones de la *Consob* sobre este particular, *vid.* MINERVINI, G., *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989, pgs. 47 y ss.  
*Vid.* SPADA, P., «La Monte Titoli S.p.A. tra legge ed autonomia statutaria», en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli S.p.A., Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987*, Padova, 1989, pgs. 93 y ss.; ABBRESCIA, D., «La legge 289: conseguenze e applicazioni pratiche», en *L'amministrazione accentrata... cit.*, pgs. 14 y ss.
34. Si bien la naturaleza del sistema *Monte Titoli* era distinta antes y después de la promulgación de la Ley de junio de 1986. Originariamente el sistema *Monte Titoli* era una forma de depósito que suponía la entrega *fiduciaria* de los valores al depositario.  
*Vid.* al respecto FOSCHINI, M., «Sull'instestazione fiduciaria dei titoli azionari», en *BBTC*, I, 1962, pg. 19; MARTORANO, F., «Gestione accentrata dei titoli di credito nel Diritto italiano. La Monte Titoli S.p.A.», en *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Tomo II, Madrid, 1994, pgs. 1768-1769; CAMMARANO, G., «Il ruolo dei fondi comuni di investimento nello sviluppo del mercato dei capitali», en *Banc. impr. soc.*, 1987, núm. 1, pgs. 15 y ss.
35. Merecen ser especialmente destacados dos estudios sobre la *Monte Titoli*: GUALANDI, L., *Il Monte Titoli. Le operazioni*. Milano, 1983 –redactado con anterioridad a la Ley núm. 289, de 19 junio 1986– y LENER, R., *La “dematerializzazione” dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano, 1989. Entre nosotros, *vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 372;

tan sólo, en lo que se refiere a la administración y transmisión de ese derecho. Esta desmaterialización se alcanza gracias, por un lado, a la articulación de los necesarios medios y procedimientos técnicos y, por otro lado, gracias al tratamiento de los títulos como bienes fungibles<sup>36</sup>.

### 3.1. Contrato de depósito de los valores en los operadores intermediarios y contrato de subdepósito en la *Monte Titoli*.

Este sistema contempla una pluralidad de entidades depositarias y un depósito centralizado al que acuden todas estas entidades. Los titulares de los valores depositan en las entidades depositarias y éstas son subdepositantes en la *Monte Titoli*<sup>37</sup>. La *Monte Titoli* abrirá una cuenta a cada operador depositante dividida en tantas subcuentas como tipos de valores reciba en ella –art. 3 Reg. 1987/2724<sup>38</sup>. La custodia de los títulos que recibe la *Monte Titoli* podrá efectuarse en las propias cajas de esta entidad o bien en las de la *Banca d'Italia*<sup>39</sup>.

Podrán ser intermediarios adheridos al sistema los bancos, los agentes de cambio; sociedades comisionistas, fiduciarias y financieras; las propias entidades emi-

---

MADRID PARRA, A., «La circulación de valores...», *cit.*, pgs. 75 y 76; OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 21.

36. Vid. PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata...», *cit.*, pg. 294; AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, 6.ª ed., Milano, 1990, pg. 580 y «La gestione accentrata dei valori mobiliari», en *BBTC*, 1987, I, pg. 723; CASTELLANO, G., «I titoli di massa», en *BBTC*, 1987, I, pg. 33; PELLIZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, pg. 151.

37. Cfr. AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, *cit.*, pg. 577.

Para que los intermediarios puedan proceder a contratar el subdepósito en la *Monte Titoli*, será preciso que los depositantes de los valores en su contrato de depósito –*contratto-base*– dejen constancia por escrito de la atribución de tal facultad en favor del intermediario –art. 21 1986/289– (AULETTA, G./SALANITRO, N., *op. cit.*, pg. 579 y, de los mismos autores, «La gestione accentrata...», *cit.*, pgs. 722 y 723).

Cfr. JAEGER, P. G./DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, Milano, 1989, pg. 270, donde se comenta que los operadores, para proceder al subdepósito en la *Monte Titoli*, deberán endosar los títulos «con la formula "alla Monte Titoli S.p.A. ex legge 19 giugno 1986, n. 289"» –art. 2 Reg. 1987/2723–.

Existe una discusión en la doctrina italiana acerca de la calificación jurídica que merece la situación en la que se encuentran los títulos depositados en la *Monte Titoli*. Para algunos, los títulos «*resterebbero di proprietà dei depositanti, anche se non è possibile collegare a ciascun depositante singoli titoli individuali, ma soli quantità di una certa specie (si tratterebbe quindi di un deposito regolare alla rinfusa). Secondo altri, si avrebbe invece la creazione di un patrimonio autónomo*» (*op. ult. cit.*, pgs. 270 y 271). Vid. también, sobre este particular, PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata...», *cit.*, pgs. 293 y 294; MARTORANO, F., «Gestione accentrata dei titoli di credito...», *cit.*, pg. 1779.

Sobre la naturaleza del contrato de depósito y el ulterior funcionamiento del sistema de gestión centralizada de los valores, vid. LIBONATI, B., «Introduzione», en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli S.p.A., Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987*, Padova, 1989, pgs. 3 y ss.; OPPO, G., «Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)», en *RDCiv.*, 1986, I, pgs. 15 y ss.; ANGELICI, C., «La legittimazione dell'azionista nel sistema Monte Titoli», en *RDCiv.*, 1988, I, pgs. 249 y ss.

38. Cfr. JAEGER, P. G./DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, *cit.*, pg. 270; AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, *cit.*, pg. 580.

39. Art. 1 Reg. 1987/2724.

tentes, así como entidades que tengan el control de éstas, por detentar la titularidad de los valores<sup>40</sup>.

Las actuaciones relativas a los valores incluidos en el sistema se resolverán entre la *Monte Titoli* y los intermediarios; por su parte, los titulares de los valores sólo podrán relacionarse con los intermediarios<sup>41</sup> y serán estos segundos quienes transmitirán a la *Monte Titoli* las órdenes recibidas de aquéllos<sup>42</sup>.

El art. 1 Reg. 1987/2723 establece que podrán subdepositarse en la *Monte Titoli* los siguientes valores: títulos cotizados en Bolsa –*azioni, obbligazioni, titoli di partecipazione o di risparmio emessi da banche pubbliche*–; títulos fungibles, similares a las obligaciones, cotizados o no, emitidos por los bancos –*buoni fruttiferi, certificati di deposito*–; otros valores mobiliarios que incorporen derechos de suscripción o de adquisición que se desprendan de valores ya incluidos en el sistema o relativos a ellos –*diritti di opzione, warrants*–<sup>43</sup>.

### 3.2. Sistema de *negoziazione accentrata* de los valores incluidos en el sistema.

La transmisión de títulos se realiza por medio de operaciones contables. Los sujetos implicados en la operación son: el titular de los valores transmitidos, el operador –banco, agente de cambio, etc.– en el que el titular depositó los valores, la *Monte Titoli*, el sujeto beneficiario de la transmisión y el operador con que se relacione este beneficiario –si es que se relaciona con un operador distinto de aquél con el que se relaciona transmitente<sup>44-45</sup>. La *Monte Titoli*, cuando se lo ordene el operador del transmitente, efectuará un asiento de cargo en la cuenta del *tradens*

40. Art. 4 Reg. 1987/2723.

Cfr. MINERVINI, G., «Note sul contratto di deposito nel sistema Monte Titoli», en *Dir. banca merc. fin.*, 1990, núm. 3, pg. 272; BARBUZZI, G., «La «nuova» Monte Titoli: dalla legge 19 giugno 1986, n. 289 alla piena operatività del sistema», en *impresa*, pg. 1248; AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto commerciale, cit.*, pg. 578; LENER, R., «Il nuovo regolamento della Monte Titoli S.p.A.», en *BBTC*, 1990, I, pgs. 200 y 201.

41. Vid. CAPRIGLIONE, F., «Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari», en *BBTC*, 1987, I, pg. 287, donde se comentan algunos aspectos de la relación entre el cliente y su intermediario.

42. GUALANDI se ocupa detenidamente del estudio de las relaciones entre *Monte Titoli* y los clientes (vid. *Il Monte Titoli...*, *cit.*, pgs. 43 y ss.) y las relaciones entre los intermediarios con *Monte Titoli* y con los clientes (*op. cit.*, pgs. 81 y ss.); vid. también AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto commerciale, cit.*, pg. 579.

43. Cfr. AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto commerciale, cit.*, pg. 579, donde se observa que además «la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, può deliberare l'immissione nel sistema anche di altri valori mobiliari non quotati, purché «di larga diffusione» tra il pubblico». También podrán depositarse títulos al portador. Sobre la actualización del libro de socios –art. 91 1986/289–, vid. LENER, R., *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, *cit.*, pgs. 75 y ss.; BARBUZZI, G., «La «nuova» Monte Titoli...», *cit.*, pg. 1249 y «La Monte Titoli...», *cit.*, pg. 60; AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto Commerciale, cit.*, pg. 584.

Por lo demás, los títulos podrán haber sido emitidos tanto por entidades italianas como extranjeras (cfr. LENER, R., «Il nuovo regolamento della Monte Titoli...», *cit.*, pg. 205).

44. Un análisis de ambos tipos de transmisión, en función de que participen uno o más operadores, en PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata...», *cit.*, pgs. 313 y 314.

45. Respecto a los sujetos intervinientes, con más detalle, vid. GUALANDI, L., *Il Monte Titoli...*, *cit.*, pgs. 105 y 106.

y un asiento de abono en la cuenta del *accipiens* –giroconto<sup>46</sup>, de modo que se logra con ello la inmovilización de los títulos<sup>47</sup>, los cuales circularán «*in maniera svincolata dal materiale trasferimento dei documenti*»<sup>48</sup>.

Por disposición de la Ley 1986/289<sup>49</sup> y gracias al carácter fungible de los títulos incluidos en el sistema, la *Monte Titoli* no está obligada a entregar, cuando sea el caso, los mismos títulos que se subdepositaron en ella, sino «*un corrispondente quantitativo di titoli della stessa specie*» –*tantundem*<sup>50</sup>.

Del mismo modo que es posible la transmisión de la titularidad real plena sobre los valores admitidos en el sistema, cabe también constituir sobre ellos derechos reales limitados<sup>51</sup>.

### 3.3. Ejercicio de los derechos que se derivan de los valores incluidos en el sistema.

Para el ejercicio de los derechos que se derivan de los valores, se distingue entre los derechos de naturaleza patrimonial y los derechos políticos o administrativos<sup>52</sup>. El ejercicio de los derechos patrimoniales será gestionado directamente por

46. Cfr. PARTESOTTI, G., «Profili cartolari del sistema Monte Titoli», en *BBTC*, 1987, I, pg. 606. AULETTA y SALANITRO (en *Diritto commerciale*, cit., pg. 578) comentan este hecho centrandose en los aspectos técnico instrumentales, que, a nuestro juicio, son los menos relevantes en la descripción jurídica del fenómeno analizado. Así, afirman que «*l'esecuzione dei trasferimenti successivi al subdeposito possa avvenire mediante la registrazione di impulsi elettronici...*» –el subrayado es nuestro– (vid., de los mismos autores, «La gestione accentrata...», cit., pg. 724).
47. «*Non si ha quindi alcun passaggio materiale che coinvolga i documenti: questi restano dove si trovavano –nei depositi della Monte Titoli–*» (cfr. JAEGER, P. G./DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, cit., pg. 271).
48. Cfr. JAEGER, P. G./DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, cit., pg. 270. Vid. OPPO, G., «Una svolta dei titoli di massa...», cit., pg. 16 y «Dal progetto alla legge Monte Titoli», en *RDCiv*, 1986, II, pgs. 440 y 441; DI CHIO, G., «I vincoli sui titoli depositati presso la Monte Titoli s.p.a.», en *IF*, 1986, núm. 3, pg. 25; AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, cit., pg. 581; MARTORANO, F., «Gestione accentrata dei titoli di credito...», cit., pg. 1783-1784; BARBUZZI, G., «La Monte Titoli S.p.A. Novità e prospettive», en *impresa*, 1987, núm. 1, pgs. 62-63.  
Una comparación entre la operación de giro y la transmisión cartular de los valores en PARTESOTTI, G., «Profili cartolari del sistema Monte Titoli», cit., pgs. 605 y 606.
49. Art. 4 Ley 1986/289.
50. Cfr. CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 1988, pg. 128; AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, cit., pg. 580.
51. Vid. MINERVINI, G., «Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di credito», en *BBTC*, 1990, I, pgs. 145 y ss., esp. 147 y ss.; AIROLDI, A., «Pegno di titoli conferiti alla Monte Titoli», en *Dir. banca merc. fin.*, 1987, I, pgs. 367 y ss.; LENER, R., *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, cit., pgs. 175 y ss.; GUALANDI, L., *Il Monte Titoli...*, cit., pgs. 134 y ss.
52. LENER, después de resaltar los inconvenientes a los que conduce la adopción acrítica de esta «*classificazione "binaria"*» (vid. *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, cit., pgs. 107 y ss.), comenta el criterio clasificatorio, más depurado, adoptado por la Ley núm. 289, de 19 junio 1986, que distingue entre «*diritti esercitati direttamente dai depositanti –non delegabili al Monte–*» y «*diritti il cui esercizio è delegato al Monte*» (op. cit., pg. 112) e, incluso, distingue también entre «*diritti delegati "automaticamente" al Monte*» y «*diritti delegati al Monte solo su istruzioni dei depositanti*» (op. cit., pgs. 112 y 113); cfr. también AULETTA, G./SALANITRO, N., «La gestione accentrata...», cit., pg. 725.

la *Monte Titoli*<sup>53</sup>. En cambio los derechos políticos son ejercitados por los propios titulares de los valores<sup>54</sup>. Con este fin las entidades depositarias entregarán a los titulares sus correspondientes *certificados* de depósito, que les valdrán como *medio de legitimación* suficiente<sup>55</sup>.

#### 4. OTRAS EXPERIENCIAS DE DERECHO COMPARADO

##### 4.1. Estados Unidos.

En Estados Unidos también se constituyó un sistema corrector como reacción al caos en que había desembocado el sistema de títulos en los años sesenta —conocido como el *paperwork crunch*<sup>56</sup>. Fue en una Bolsa de Nueva York —*New York Stock Exchange*— donde se produjo la primera crisis del papel en el mercado norteamericano<sup>57</sup>. Esta misma Bolsa, antes de que llegase a su culmen la crisis del papel, había iniciado unos estudios sobre la posible implantación de un depósito central de valores —*Central Certificate Service: CCS*—, que fue adoptado en 1966<sup>58</sup>. A principios de la década de los setenta, tras haber superado las primeras dificultades que se le presentaron, el sistema ya estaba funcionando satisfactoriamente; las entregas materiales de los títulos depositados eran sustituidas por anotaciones contables —para lo cual, el certificado de las acciones debía estar endosado en blanco o registrado a nombre de la sociedad o de un *nominee*, según dispuso más tarde el *Uniform*

53. Cfr. PARTESOTTI, G., «Profili cartolari del sistema Monte Titoli», *cit.*, pg. 604; GUALANDI, L., «Commento alla legge 19 giugno 1986, n. 289», en *Giur. comm.*, 1986, II, pg. 815.

54. Vid. BARBUZZI, G., «La Monte Titoli...», *cit.*, pgs. 61 y 62.

55. Cfr. CHIOMENTI, F., «Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli», en *RDComm*, 1984, I, pgs. 235 y ss.; LENER, R., *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, *cit.*, pgs. 89 y ss.; PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata...», *cit.*, pg. 295-296; AULETTA, G./SALANTRO, N., *Diritto commerciale*, *cit.*, pgs. 582-583; JAEGER, P. G./DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, *cit.*, pg. 271.

Sobre las discordancias que puedan existir entre el registro de la entidad emitente de los valores y el certificado emitido por la entidad depositaria, vid. PARTESOTTI, G., «Profili cartolari del sistema Monte Titoli», *cit.*, pgs. 603 y 604.

Vid. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 372 y 373; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores...», *cit.*, pgs. 75 y 76; OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pgs. 20 y 21.

56. Vid. DE LA CUESTA RUTE, J. M., *La acción como parte del capital...*, *cit.*, pgs. 304 y ss.; EINSELE, D., *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, *cit.*, pg. 302; DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers...», *cit.*, pg. 67; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 370 a 372; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 79 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 503.

Con relación a la solución dada en EE UU para la gestión de la Deuda Pública por medio de anotaciones en cuenta, vid. RINGSMUTH, N., «La experiencia americana en el sistema de anotaciones en cuenta de la deuda del Gobierno», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pgs. 63 y ss.

57. Esta situación dio lugar a la *Securities Investor Protection Act (SIPA)* de 1971 (que en 1982 fue codificada en el USC 15 §780 78aaa-78lll), a raíz de la cual el Gobierno destinó mil millones de dólares a la indemnización de los inversores que se habían visto perjudicados por las pérdidas, errores y retrasos que ocasionó la crisis del papel (vid. DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers...», *cit.*, pg. 67; EINSELE, D., *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, *cit.*, pg. 302).

58. Vid. DE LA CUESTA RUTE, J. M., *La acción como parte del capital...*, *cit.*, pgs. 316 y 317.

*Commercial Code (UCC)*—<sup>59</sup>. En consecuencia, también el modelo norteamericano sentó sus bases sobre la consideración de las acciones como fungibles<sup>60</sup>.

Interesa destacar que, ya antes del *paperwork crunch*, en 1962, el *UCC* había sido modificado de tal modo que era posible la *transmisión desmaterializada* de títulos-valores. Más tarde, con las distintas reformas normativas, también se hizo posible la *constitución puramente registral de valores*, aunque en la práctica no se acudiese a este procedimiento<sup>61</sup>.

Hasta comienzos de los años setenta el sistema de transmisión de valores se había desarrollado sin intervención central y, en consecuencia, su configuración, basada en criterios tradicionales, era complicada<sup>62</sup>.

En 1975 fue dictada una ley federal para contravenir los «*inefficient procedures for clearance and settlement*», por medio de la cual se modificó la *Securities Exchange Act* de 1934<sup>63</sup>. Esta intervención del legislador fue decisiva en la solución del problema, pero en sí misma no contenía grandes innovaciones de carácter sustantivo, sino que, más bien, se tradujo en un especial apoderamiento de la *Securities Exchange Commission* —*SEC*— para que fuese ella quien se ocupara de promulgar las normas que darían forma al sistema<sup>64</sup>.

Así en 1977 se procede a una modificación del *UCC* —§8— en lo que se refiere a la desmaterialización de los valores<sup>65</sup>. Al efectuar esta modificación —que ha sido

59. §8-320 13.

Vid. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 370; DE LA CUESTA RUTE, J. M., *La acción como parte del capital...*, *cit.*, pg. 325.

60. *UCC* §8-313, en relación con §8-320.

Vid. DE LA CUESTA RUTE, J. M., *La acción como parte del capital...*, *cit.*, pg. 326.

61. Cfr. DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers...», *cit.*, pg. 68.

62. Llama la atención en aquel sistema la *multiplicidad de componentes* que confluían en las transmisiones de valores: no tan sólo en el plano *subjetivo* —emitentes, *transfer agents*, bancos depositarios...—, sino también en el *operativo*, pues se requería multitud de requisitos para completar cada transacción —*trade* (o cierre de la operación), *comparision* (comprobación), *clearance* (liquidación), *settlement* (transacción final)— (cfr. DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers...», *cit.*, pg. 68).

63. Interesa destacar la existencia de siete leyes federales en las que se contienen las grandes líneas de la regulación sobre valores mobiliarios: la *Securities Act* de 1933 —*USC* 15 §77a (1988)—; la *Securities Exchange Act* de 1934 —*USC* 15 §78a (1988)—; la *Public Utility Holding Company Act* de 1935 —*USC* 15 §79 (1988)—; la *Trust Indenture Act* de 1939 —*USC* 15 §77aaa (1988)—; la *Investment Company Act* de 1940 —*USC* 15 §80a-1 (1988)—; la *Investment Advisers Act* de 1940 —*USC* 15 §80b-1 (1988) y la *Securities Investor Protection Act* de 1970 —*USC* 15 §78aaa (1988)—. A su vez, la *Securities Act* y la *Securities Exchange Act* pueden considerarse las más relevantes de estas siete normas. (Vid. una descripción general de cada una de las normas de este cuerpo legal en LOSS, L./SELIGMAN, J., *Securities Regulation*, vol. I, 3.<sup>a</sup> ed., Boston-Toronto, 1989, pgs. 226 a 270).

64. Las distintas disposiciones que promulgó la *SEC* en el ejercicio de esta función se orientaron a un doble objetivo:

— por un lado, potenció un sistema de *Transfer Agents* —que llevan el registro de valores, poniendo así en contacto a cada emisor de valores con los inversores— y de *Clearing Agencies* —encargadas de la compensación de operaciones entre compradores y vendedores—;

— por otro lado, la *SEC* estableció un sistema —denominado *National Institutional Delivery System*— para la transmisión desmaterializada de títulos-valores por medios electrónicos.

Cfr. DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers...», *cit.*, pgs. 67 y 68.

65. Vid. SPEIDEL, R. E./SUMMERS, R. S./WHITE, J. J., *Commercial and Consumer Law, Teaching Materials*, 3.<sup>a</sup> ed., 1981, pgs. 152 y ss.

la base del posterior desarrollo del sistema de desmaterialización de los valores en el Derecho estadounidense—, el legislador norteamericano pretendió que el régimen jurídico existente hasta el momento para la transmisión de los valores representados por medio de títulos pudiese ser aplicable, en la medida de lo posible, a la transmisión desmaterializada de valores<sup>66</sup>.

#### 4.2. Dinamarca.

De los distintos sistemas hoy día vigentes, el danés es el primero que optó por la *desmaterialización total obligatoria*<sup>67</sup>. Los orígenes del sistema se encuentran en una Ley de mayo de 1980, que entró en vigor el 24 de enero de 1983<sup>68</sup>. En un principio el sistema era sólo obligatorio para los títulos obligacionarios al portador. Desde 1988 la desmaterialización se ha extendido también a los títulos accionarios cotizados en Bolsa<sup>69</sup>.

La institución que gestiona el registro contable de valores es la *Vaerdipapircentralen*<sup>70</sup>.

Gracias a la existencia de entidades intermediarias, autorizadas para la llevanza del registro contable de valores, es posible que se mantenga frente al emitente el anonimato de los titulares<sup>71</sup>.

66. Cfr. EINSELE, D., *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, cit., pg. 305; ARONSTEIN, M. J., «A Certificatees Article 8? We can have it both ways», en *BL*, 1976, núm. 31, pgs. 727 y ss.

No obstante, por lo que se refiere a los fundamentos jurídicos del modelo, este sector del ordenamiento jurídico estadounidense vuelve a sentir la necesidad de una actualización (vid. SELIGMAN, J., «The obsolescence of Wall Street: a contextual approach to the evolving structure of federal securities regulation», en *SLR*, 1996, núm. 28, pg. 173).

Desde una perspectiva distinta, prestando atención a los aspectos operativos de la transmisión de valores y, concretamente, a la transmisión en los mercados de valores, vid. BECKER, M., «Börsen- und Kapitalmarktrecht der Vereinigten Staaten», en HOPT, K. J./RUDOLPH, B./BAUM, H. (dirs.), *Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart, 1997.

67. Vid. DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers...», cit., pg. 67; OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», cit., pg. 23.

68. Vid. también *The Danish Securities Center Act*, núm. 165, de 27 abril 1983 y el *Companies Act* de 1986 —ambas normas son publicadas en su versión oficial en inglés por el Estado danés—.

69. LENER (en *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, cit., pgs. 4, nota 9, y 17, nota 46) hace referencia a una *brochure* publicada en febrero de 1988 por la *Vaerdipapircentralen*, bajo el título *Danish Securities Center*, así como a algunas obras de carácter general: MICHELSEN, A., *Company Law*, en GAMMELTHOF-HANSEN, H./GOMARD, B./PHILIP, A., *Danish Law. A general survey*, Copenhagen, 1982, pgs. 267 y ss.; SPAUDE, K. H., *Das dänische Rechtswesen*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1976.

Vid. también GRAM, G. B./MEBUS, B., *Vaerdipapircentralen*, Copenhagen, 1984; JACOBSEN, C. B., *Lov om en vaerdipapircentral*, Viborg, 1983; SCHAUMBURG-MÜLLER, P./HANSEN, E. B., *Dansk Børs ret*, 2.ª ed., Copenhagen, 1996.

70. Cuyo estatuto fue publicado con fecha de 23 de febrero de 1988.

71. Si comparamos el modelo danés con el francés —en el que también se da la desmaterialización total obligatoria—, el sistema danés tiene a su favor el haber evitado en su terminología las expresiones «título nominativo» y «título al portador», que en el contexto de los valores desmaterializados no hace sino inducir a error (vid. LENER, R., *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, cit., pg. 17).

#### 4.3. Suiza: la *Schweizerische Effekten-Giro AG –Sega–*.

Suiza cuenta con un sistema corrector, surgido en 1970 cuando un grupo de bancos constituye la *SEGA –Schweizerische Effekten-Giro AG–*<sup>72</sup>.

No es éste un sistema de desmaterialización total facultativa<sup>73</sup>, porque en él cabe la retirada de los valores del sistema, momento en el cual se imprimirían los títulos necesarios para la materialización de los derechos<sup>74</sup>.

La transmisión de los valores tendrá lugar por medio de transferencias contables realizadas por los bancos afiliados al sistema. Estas transferencias serán efectuadas por la *SEGA* en aquellos casos en que los valores se transmitan de un banco a otro<sup>75</sup>.

#### 4.4. Reino Unido: el sistema *TALISMAN –Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers–*.

Desde 1979 funciona en el Reino Unido el sistema *TALISMAN –Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers–*<sup>76</sup>.

El *TALISMAN* no llega a ser un sistema de depósito centralizado<sup>77</sup>. Es simplemente un sistema de liquidación de operaciones sobre títulos-valores. Podrán entrar en el sistema sólo valores cotizados en Bolsa. Funciona por medio de la *SEPON Ltd. –Stock Exchange Pool Nominee–*, entidad depositaria de la Bolsa de Londres, a nombre de la cual se inscriben los títulos objeto de contratación hasta la liquidación de las operaciones. El sistema está integrado también por otra entidad, el *Stock Exchange Settlement Center*, que lleva la contabilidad de todas las ventas y adquisiciones realizadas por los intermediarios *–jobbers o brokers–* adheridos a la *SEPON Ltd.*<sup>78</sup>.

72. Vid. SCHLEGEL, A., *Die Schweizerische Effektingiro AG und ihre Beziehung zum Bankkunden in der Verwahrung von Wertpapieren*, Bern-Stuttgart, 1983; RICKENBACHER, R., *Globalurkunden und Bucheffekten*, Zürich, 1981; ETTER, E., «Gedanken zur Sammelverwahrung von Wertschriften», en *SJZ*, 1978, pgs. 101 y ss.; PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata...», *cit.*, pgs. 321 y 322; OLVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 21.

Vid. también MEIER-HAYOZ, A., «Abschied vom Wertpapier?», en *ZBJ*, 1986, pg. 385.

73. Es, más bien, un modelo del estilo del que luego se implantaría en España con el D. 1128/1974.

74. Cfr. FORSTMOSER, P./LÖRTSCHER, T., «Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck. Ein Konzept zur Rationalisierung der Verwaltung und des Handels von Schweizer Namenaktien», en *Schweiz. Akt.*, 1987, pgs. 51 y ss.

75. Cfr. PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata...», *cit.*, pg. 322.

76. Vid. ABRAMS, C., «TALISMAN. A legal analysis» en *CL*, 1980, núm. 1, pgs. 17 y ss.

77. Cfr. GUALANDI, L., *Il Monte Titoli...*, *cit.*, pg. 12, nota 31.

78. Sobre el sistema *TALISMAN*, vid. PENNINGTON, *Company Law*, 5.ª ed., London, 1985, pgs. 422 y ss.; EINSELE, D., *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, *cit.*, pgs. 243 y ss.

El sistema *TALISMAN* sitúa al ordenamiento británico en una posición retrasada en el ámbito internacional, por lo que a desmaterialización de los valores se refiere.

El 11 de marzo de 1993 fracasaba un intento de solución al problema, denominado *TAURUS –Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock–*. *TAURUS* era un proyecto de desmaterialización de los valores. Habría eliminado la necesidad de representación documental –por medio de *papel–* para los valores de todas aquellas sociedades que hubiesen querido adherirse al sistema –era un sistema *facultativo*, no un sistema *obligatorio*, como la *SICOVAM* francesa– y



la habría sustituido por la anotación de los valores en un registro. En una primera fase, su *ámbito objetivo* habría cubierto tan sólo a valores de sociedades británicas. Una de las apuestas más fuertes de este proyecto era que, dentro de su *ámbito subjetivo*, se verían incluidos no sólo los inversores institucionales, sino también los inversores privados, o *al por menor*. Uno de los principales propósitos de *TAURUS* era acelerar la *liquidación* de las operaciones en Bolsa. El sistema de cuenta bisemanal habría sido sustituido por un sistema de liquidación continua —de forma que las operaciones se liquidasen en un número de días fijo, a contar desde la fecha en que tuviese lugar el acuerdo de transmisión, apuntando, en este sentido, hacia el D+3—. También se aseguraría la denominada «DVP» —*delivery versus payment* o entrega contra pago— (cfr. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «El fracaso de *TAURUS*. Los problemas del proceso de desmaterialización de los valores en el Reino Unido», en *RDBB*, 1993, núm. 50, pg. 609).

El fracaso del proyecto *TAURUS* no se debió a problemas de orden legal. Ciertamente, hubo un primer momento en el que el Ministerio de Comercio e Industria se retrasó todo un año en hacer las rectificaciones necesarias en la ley de sociedades para poder amparar la transmisión de valores por procedimientos informáticos. Pero, al fin, el sistema contaba con la oportuna instrumentación jurídica y se había otorgado a la Bolsa poder para la elaboración de las ulteriores normas de desarrollo. En el momento en que el proyecto fue cancelado tan sólo quedaban por ultimar normas de detalle. Los problemas técnicos que se desprendían de la complejidad del sistema fueron la causa de que el proyecto *TAURUS* fuese abandonado por la Bolsa de Londres. El resultado obtenido tras haber probado el sistema fue que de las 154 tareas que debía realizar, sólo 50 habían funcionado de modo satisfactorio. La rectificación del sistema suponía tres años más de espera y una inversión económica equivalente a la ya realizada hasta la fecha —300 millones de libras— (cfr. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «El fracaso de *TAURUS*...», *cit.*, pg. 610). *Vid.* también HILL, P. D., «The demise of *TAURUS*», en *Palmer's in company*, issue 5/1993, may 19, 1993, pgs. 1-2; «El "Taurus" abandonado tras un largo recorrido», en *Bolsa de Madrid*, 1993, núm. 9, pg. 43.

No obstante, los esfuerzos dedicados al proyecto *TAURUS* no han caído en saco roto, pues la fundamentación jurídica de *TAURUS* ha servido para el desarrollo del que puede ser llamado su sucesor: *CREST-System* (*vid.* BARHAM, R., «Crest: The Phoenix from the Ashes of Taurus», en *JIBL*, 1993, núm. 10, pgs. 426 y ss.; EINSELE, D., *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, *cit.*, pgs. 253 y 262; SMYTH, R., «Bank of England Blueprint for LSE Settlement System», en *IFLR*, 1993, núm. 10, pgs. 21 y ss.).

## La desincorporación de los valores en el modelo del Derecho español

**SUMARIO.**-1. LOS INTENTOS DE SOLUCION DE LOS *SISTEMAS CORRECTORES*.-1.1. Los títulos múltiples.-1.2. El sistema de fungibilidad en el D. 1128/1974, de 25 abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios.-1.3. Abandono de la vía de solución abierta por los sistemas correctores.-2. LA DESINCORPORACION DE LOS VALORES. EL SISTEMA SUSTITUTIVO O SOLUCION RUP-TURISTA DE NUESTRO ORDENAMIENTO.-2.1. Introducción.-2.2. Antecedentes de la desincorporación de los valores en el Derecho español.-2.2.1. La previsión de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta en la Ley 11/1977, de 4 enero, General Presupuestaria, y en las leyes de Presupuestos del Estado para 1979, 1980 y 1981. La efectiva emisión de Pagarés del Tesoro representados por medio de anotaciones en cuenta -RD 1849/1981 y OM 16 septiembre 1981.-2.2.2. RD 656/1982, de 3 abril, sobre emisión de Deuda Pública interior y amortizable.-2.2.3. La ampliación del ámbito objetivo de los valores anotados en cuenta a los bonos del Estado. Ley 21/1986, de 23 diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987; RD 2640/1986, de 30 diciembre; OM 22 enero 1987.-2.2.4. RD 505/1987, de 3 abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.-2.2.4.1. Antecedentes legales y actual vigencia del RD 505/1987.-2.2.4.2. Fines perseguidos por el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda Pública.-2.2.4.3. Estructura del sistema de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta. Sistema de registro de doble escalón.-2.2.4.4. Operaciones sobre la Deuda Pública anotada.-3. EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA ESTABLECIDO POR LA LEY 24/1988, DE 28 JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.-3.1. Consideraciones generales.-3.1.1. Marco legal.-3.1.2. Catalogación del sistema de anotaciones en cuenta de la LMV como un sistema de *desmaterialización total facultativa*.-3.1.3. Aportaciones de la LMV que afectan de modo especial a nuestro objeto de estudio.-3.2. Ambito de aplicación del régimen jurídico de los valores anotados en cuenta.-3.2.1. Ambito objetivo de aplicación.-3.2.2. Ambito subjetivo de aplicación.-3.2.2.1. Vinculación originaria.-3.2.2.2. Vinculación voluntaria.

### 1. LOS INTENTOS DE SOLUCION DE LOS *SISTEMAS CORRECTORES*

Hemos procurado destacar más arriba que en la crisis de los títulos-valores se puede distinguir entre dos tipos de elementos críticos. Unos evidencian la existen-

cia de fisuras en la estructura jurídica de los títulos-valores<sup>1</sup>. Junto a éstos se encuentra la *materialidad* del título, que se había convertido en un inconveniente y resultó ser el detonante de la crisis, en la que tuvieron más importancia los aspectos cuantitativos –profusión de títulos– que los cualitativos –los señalados errores en la configuración jurídica de los títulos-valores–.

Los sistemas correctores introdujeron modificaciones en el sistema de títulos-valores para solucionar las consecuencias negativas a las que éste había llevado, pero en ellos todavía se mantenía la existencia del título. Los sistemas correctores prestaban más atención a los aspectos *cuantitativos* de la crisis que a los *cualitativos*<sup>2</sup>. A su vez, pueden diferenciarse dos modalidades de sistema corrector. Una posibilidad consiste en *modificar el documento* para simplificar su procedimiento de manipulación<sup>3</sup>. Otros sistemas correctores dirigieron sus esfuerzos a *evitar la manipulación y movilización de los títulos*<sup>4</sup>.

### 1.1. Los títulos múltiples.

La lógica de los sistemas correctores llevaba a que los títulos, después de ser impresos, fueran inmediatamente depositados, sin que hubiese ya ocasión alguna para que el documento –el elemento material del título-valor– pudiese mostrar su utilidad. Esta es la señalada «pérdida de función» de los títulos a la que había llevado el sistema de depósito.

Un paso natural en este proceso fue el recurso a los *títulos múltiples*<sup>5</sup>. Si el

1. Recordemos, con RUBIO, que desde la doctrina alemana e italiana (BRUNNER, JACOBI, FERRI, CARNELUTTI) se han formulado objeciones y reservas acerca de la dogmática construida en torno a la incorporación (*vid.* RUBIO GARCÍA MINA, J., *Derecho cambiario*, Madrid, 1973, pg. 16). Este autor coincide con esas críticas y concluye que, «a pesar de su brillantez, esta representación dogmática no responde a la realidad social y jurídica, y resulta perturbadora para la inteligencia de los problemas que estos títulos plantean. Y, sobre todo, puede producir y ha producido consecuencias inicuas: un sacrificio excesivo de la seguridad jurídica en favor de la seguridad del tráfico, yendo mucho más allá de los fines encaminados a facilitar y garantizar la circulación de los créditos» (*op. cit.*, pg. 17). *Vid. infra* V.2.1, donde volvemos a detenernos sobre estos aspectos críticos de la dogmática de la incorporación.
2. Como veremos más adelante, la principal diferencia entre los *sistemas correctores* y los *sistemas sustitutivos* es que en los segundos se opta por buscar un sistema de representación de los valores distinto al de los títulos y que no tenga los errores dogmáticos de éste. Se *sustituye* el título por un medio de representación diverso.
3. Sin embargo la eficacia de estas medidas es bastante reducida, especialmente en el ámbito de los títulos de inversión, en el que se han visto ampliamente superadas por otros sistemas más acertados. En todo caso, estas tendencias tuvieron mayor aceptación en el ámbito de los efectos de comercio, en el que los *modelos normalizados de cheque y pagaré*, o el *modelo oficial de letra de cambio* –susceptibles de ser manipulados mecanizadamente y de recibir inscripciones magnéticas– si que resultaron útiles para la agilización del tráfico. *Vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 364 y 365.
4. *Vid.* OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 19; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 364.
5. En el ordenamiento alemán los títulos múltiples –*Globalurkunden* o *Sammelurkunden*– han cobrado mayor importancia que en España, pues, en la actualidad, los *Sammelurkunden* desarrollan un gran papel facilitando el depósito de valores. Son introducidos el 24 mayo 1972 por una modificación del *Depotgesetz*, §§2-9a, aunque la práctica ya había dado lugar a la emisión de esta clase de títulos antes de su reconocimiento norma-

título nacía para ser depositado, no tenía especial sentido el coste económico de su representación e impresión individualizada, ni el coste, todavía mayor, del almacenaje de millones de títulos individuales en las cámaras de depósito de las entidades financieras que prestaban este servicio<sup>6</sup>. El fin al que mejor sirven los títulos múltiples es, por tanto, facilitar el depósito de los valores.

Un título múltiple representa en un solo instrumento una pluralidad de derechos, que antes eran incorporados, de forma separada, cada uno en un solo documento. Sin embargo, sigue existiendo la posibilidad —en cuanto facultad reconocida al titular de los derechos encartados— de solicitar la documentación individualizada de los derechos incorporados al título múltiple. Por consiguiente, un *título múltiple es un título-valor en el que se incorporan varios valores, los cuales conservan la facultad de separarse del título múltiple y ser representados individualmente*<sup>7</sup>.

Es decir, el fraccionamiento del título múltiple es una posibilidad siempre latente y, en algunas ocasiones, incluso necesaria —como puede ocurrir en el caso de transmisión a un tercero de parte de los valores incorporados al título múltiple—<sup>8</sup>. Esto viene a acentuar el carácter transitorio de la solución aportada por los títulos múltiples, que en absoluto resuelven de modo definitivo el problema de la masificación. El juicio que despertaron estos títulos en la doctrina fue mayoritariamente negativo<sup>9</sup>.

## 1.2. El sistema de fungibilidad en el D. 1128/1974, de 25 abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios.

Nuestro sistema corrector se corresponde con el establecido por el D. 1128/

---

tivo. Fue por primera vez en 1964, con motivo de una ampliación de capital de la sociedad *Waggonfabrik Uerdigen AG*, de Düsseldorf.

Vid. STÜDEMANN, *Die Globalaktie*, cit., pgs. 176 y ss.; LÜTTICKE, K.-E., *Elektronische Verbriefung von Effektenrechten?*, Köln, 1981, pg. 175; DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektingiroverkehr*, cit., pg. 6.

6. DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektingiroverkehr*, cit., pgs. 3 a 5.

7. En estos términos viene a expresarse el §9a I Depotg. (vid. LÜTTICKE, K.-E., *Elektronische Verbriefung von Effektenrechten?*, cit., pg. 176; SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, cit., pg. 286; DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektingiroverkehr*, cit., pg. 6; SCHIMANSKY, H./BUNTE, H.-J./LWOWSKI, H.-J., *Bankrechts-Handbuch*, cit., Tomo II, pg. 1522).

8. Es interesante el desarrollo alcanzado por esta figura en el sistema alemán, pues, bajo la regulación dada por el §9a I Depotg., pueden distinguirse tres tipos distintos de títulos múltiples: *Technische Globalurkunde*, *Interimistische Globalurkunde* y *Dauerglobalurkunde* (vid. SCHIMANSKY, H./BUNTE, H.-J./LWOWSKI, H.-J., *Bankrechts-Handbuch*, cit., Tomo II, pgs. 1524-1525; DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektingiroverkehr*, cit., pgs. 7 a 9; LÜTTICKE, K.-E., *Elektronische Verbriefung von Effektenrechten?*, cit., pgs. 176 y 177).

9. Vid. EIZAGUIRRE, J. M., *Bases para un reelaboración...*, cit., pg. 83 y 84 —donde hace referencia a la doctrina alemana que critica estos instrumentos: FABRICIUS, ZÖLLNER, CANARIS—; y, en general, con relación a esta figura: DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 367; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores...», cit., pg. 76.

En el ámbito del Derecho norteamericano se observa igualmente cómo el título múltiple fue una figura de transición, de éxito pasajero, cuyo principal logro consistió en allanar el camino en los primeros pasos de la desincorporación de los valores (vid. DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers...», cit., pg. 68).

1974, de 25 abril —desarrollado por la Orden 20 mayo 1974—<sup>10</sup>. Encuentra su antecedente más claro en la Ley alemana de 4 febrero 1937 —*Depotgesetz*—<sup>11</sup>.

Al igual que había sucedido en otros países, antes del establecimiento del sistema corrector, la práctica mercantil ya había acudido a la inmovilización de los títulos. En España la gran mayoría de los títulos cotizados en Bolsa se encontraban depositados y las operaciones de transmisión sobre éstos no exigían desplazamiento físico de los documentos representativos, sino que suponían tan sólo a un cambio en el titular del depósito y, en su caso, del lugar del depósito<sup>12</sup>.

El Decreto, además de reconocer esta situación, ordenó y corrigió el sistema, declarando la fungibilidad de los títulos e inmovilizándolos, mediante el establecimiento de unas entidades depositarias al efecto<sup>13</sup>. El preámbulo del Decreto explicita que la finalidad del sistema por él establecido es «salvar las dificultades con que tropieza actualmente el tráfico jurídico, que tiene que desenvolverse con la numeración específica de los títulos en la documentación de operaciones y manipular físicamente una ingente masa de papel». En el preámbulo se manifiesta abiertamente la inspiración del sistema en la experiencia de los países más desarrollados.

El sistema establecido por el Decreto 1128/1974 se asienta sobre cinco principios fundamentales: voluntariedad en la entrada y salida del sistema; fungibilidad de los títulos<sup>14</sup>; inmovilización de los documentos; la transmisión de los títulos tiene lugar por medio de anotaciones contables; para el ejercicio de los derechos será medio de legitimación suficiente la presentación del documento acreditativo de depósito que expida la entidad depositaria —no siendo necesario el desplazamiento material y presentación de los títulos—<sup>15</sup>.

10. Sobre este sistema, *vid.* GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *El Decreto 25 abril 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974. *Vid.* también PAZ-ÁRES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pgs. 94 a 96.

11. *Vid.* BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», en *RDBB*, 1988, núm. 29, pg. 83.

Sobre el sistema establecido por esta ley alemana, *vid. supra* I.1.

12. En términos muy semejantes se desarrolla la técnica del sistema alemán *Effektengiroverkehr* (*vid.* CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, *cit.*, núm. de margen 2007).

13. *Vid.* BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 83. Las entidades depositarias eran Bancos y Cajas de Ahorros adheridos al sistema (*vid.* OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 20).

14. Comenta RECALDE CASTELL que «en la medida en que los valores adquirían carácter fungible a partir de su inserción en el sistema, el depositante se obligaba a aceptar en restitución de los títulos depositados no aquellos que entregó, sino otros tantos de la misma especie y calidad» (cfr. «Depósito administrado de valores [depósito abierto de valores]», en *VV AA, Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, *cit.*, pg. 2137).

En los títulos nominativos y a la orden su tratamiento como bienes fungibles es posible en virtud del endoso en blanco que, con carácter necesario, debe efectuarse en todo título admitido, en el sistema.

La figura del *Blankoindossament* es utilizada con la misma finalidad en el sistema de *Sammelverwahrung* alemán (*vid.* OPTIZ, G., «Die Girosammelverwahrung von Inhaberteilschuldverschreibungen und Orderpapieren», en *Fünffzig depotrechtliche...*, pg. 160).

15. *Vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 374.

### 1.3. Abandono de la vía de solución abierta por los sistemas correctores.

En la experiencia de los países que acudieron a los sistemas correctores el contenido siempre fue pasajero, pues, de inmediato, resultaba evidente que la «perfección» de los sistemas correctores iba unida a una clara *situación de incoherencia*. Todos los esfuerzos de los sistemas correctores iban dirigidos a la inmovilización de los títulos para evitar los inconvenientes de su tratamiento. El logro de un sistema corrector estaba en alcanzar la inmovilización del título-valor, la «*inmovilización*» de un instrumento que había sido creado para la «*movilidad*». Otra manifestación del absurdo al que había conducido la dirección tomada por los sistemas correctores era el hecho de que *fuese necesaria, para la representación de un solo derecho, la existencia de dos títulos*. Un título había sido emitido para incorporar a él el derecho cuyo régimen de circulación se había querido agilizar y asegurar. Pero, llegado el momento en el cual, los títulos son depositados, para seguir buscando un medio más ágil y seguro de circulación de los derechos, se hace necesario emitir un nuevo título —el certificado de depósito— para la representación de aquel mismo derecho<sup>16</sup>.

El camino seguido por los sistemas correctores puede describirse como un avance hacia la *desmaterialización* de los derechos incorporados a títulos. Ya se había alcanzado la desmaterialización de la transmisión y la del ejercicio del derecho. Pero seguía persistiendo una forma *material* en la representación y constitución —creación— del derecho mismo. Los sistemas correctores todavía no habían conseguido desligarse del *peso* que suponían los títulos. Esto les impedía progresar en su empeño y les sumergía en el laberinto de contradicciones que hemos descrito. Era preciso dar un paso hacia atrás en la vía escogida por los sistemas correctores y un paso adelante en el proceso de desmaterialización de los derechos. Esta vez un paso *cuantitativo*: la definitiva *desincorporación* de los derechos de los títulos-valores. Esta fue la opción, acertada, que adoptaron los llamados sistemas «sustitutivos»: no entretenerse en la enrevesada labor de corrección del sistema cartular y crear un sistema que cuente *ab initio* con una forma *inmaterial* de representación de los derechos.

## 2. LA DESINCORPORACION DE LOS VALORES. EL SISTEMA SUSTITUTIVO O SOLUCION RUPTURISTA DE NUESTRO ORDENAMIENTO

### 2.1. Introducción.

Una parte fundamental de la cuestión que estamos analizando se centra en el tema de la *representación de los derechos subjetivos*.

En un primer momento, había resultado conflictiva la circulación de los derechos cuando éstos se sometían tan sólo al régimen del Derecho de obligaciones. La forma de alcanzar un mayor grado de seguridad y de agilidad en la circulación

16. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1217.

de los derechos fue la *representación* de éstos en forma de títulos, pues la Ley había dispuesto que los derechos incorporados a títulos-valores se someterían al régimen de los Derechos reales. La crisis del papel y la consiguiente crisis de los títulos-valores volvía a ser una cuestión íntimamente relacionada con la forma de *representación* de los derechos. Y la solución que, por el momento, ha sido alcanzada para este conflicto ha venido también de la mano de una nueva forma de representación de los derechos subjetivos: la *anotación contable o inscripción registral* de los derechos.

Obviamente, el fin perseguido con estas alteraciones no se reducía al capricho por someterse a una u otra forma de representación. Íntimamente unido al interés por la forma, se encuentra el interés por el régimen jurídico que ésta lleva aparejado. En último término, el objetivo buscado con toda modificación en la forma de representación de los valores siempre ha sido alcanzar un régimen más propicio para su circulación ágil y segura. Ahora bien, es muy sugerente observar el peso que uno y otro interés ha tenido en las distintas fases del itinerario recorrido por lo que ahora conocemos como valores<sup>17</sup>.

En el momento en que fueron creados los títulos-valores, el principal interés perseguido era el sometimiento al régimen jurídico de los derechos reales, mientras que la forma de representación cartular –los títulos-valores– no era sino un cauce para alcanzar dicho régimen.

En la fase correspondiente a los sistemas correctores, la representación de los valores en forma de títulos había pasado a ser expresión del logro de toda una construcción dogmática<sup>18</sup> y parece como si a la doctrina le interesara más mantener intacta esta forma de representación de los valores que buscar un régimen adecuado para ellos. Esto explica las complicadas construcciones a las que se llegó en este período. Ese apegiamiento a la representación cartular no fue sino una rémora, que impidió un normal desarrollo del régimen jurídico de los valores.

Los sistemas sustitutivos surgieron cuando de nuevo la doctrina volvió a centrar su interés de forma directa en la búsqueda de un régimen jurídico adecuado para los valores, sin que su configuración estuviera condicionada por vinculación alguna a una forma específica de representación del valor. Esta es la fase en la que actualmente nos encontramos. Podríamos decir que, en cierta medida, el acierto de la actual solución a la crisis de los títulos-valores ha sido motivado por esa claridad de planteamientos, consistente en situar en un primer orden de preferencia los aspectos sustanciales –lo referente al régimen jurídico– y en un segundo término, supeditado al primero, los aspectos formales –la representación del derecho–. Es así como se ha llegado al régimen de los valores anotados en cuenta.

---

17. Por regla general, en una materia cualquiera los aspectos *sustanciales* suelen ocupar un puesto principal, mientras que los aspectos *formales* ocupan un puesto secundario y cobran su importancia en la medida en que son expresión de los sustanciales. Observaremos que en la cuestión que nos ocupa, en cierto sentido, este orden no ha sido siempre así.

18. Recuérdese la expresión de RIPERT (recogida por OLIVENCIA RUIZ, en «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 16) quien afirmó que el título-valor fue un invento maravilloso con una importancia en el mundo jurídico mercantil equivalente a la que tuvo la máquina de vapor en la producción industrial.

No obstante el acierto en los planteamientos y en la dirección adoptada, hay que admitir, sin embargo, que el sistema de anotaciones en cuenta se ve afectado por varias cuestiones problemáticas. Algunas de ellas se explican por la misma novedad del sistema. Especialmente conflictivo resulta el hecho de que no exista aún una opinión doctrinal uniforme por lo que se refiere a la *naturaleza jurídica* que corresponda a las anotaciones en cuenta<sup>19</sup>. Este desacuerdo en la doctrina viene motivado por la previa discusión existente en torno al tema de la calificación de las anotaciones en cuenta como *forma de representación* de los valores –mientras que algunos autores entienden que ya no puede hablarse de *incorporación*, otros opinan que nos encontramos ante una «*incorporación no documental*»–. La delimitación de la naturaleza jurídica de los valores anotados es de especial interés, pues de ella depende la determinación de las normas a las que acudamos –ya sea por vía de analogía o de aplicación directa– para integrar o completar el *régimen* de estos valores<sup>20</sup>.

## 2.2. Antecedentes de la desincorporación de los valores en el Derecho español.

El actual régimen de valores anotados, que fue introducido en nuestro ordenamiento por los artículos 5 a 12 de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de valores, había sido antes ensayado en la Deuda Pública. Fruto de esta previa etapa de experimentación ha quedado un cuerpo normativo, integrado por disposiciones de distinto orden, que constituyen los antecedentes del definitivo sistema de anotaciones en cuenta.

### 2.2.1. LA PREVISION DE DEUDA PUBLICA REPRESENTADA POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA EN LA LEY 11/1977, DE 4 ENERO, GENERAL PRESUPUESTARIA, Y EN LAS LEYES DE PRESUPUESTOS DEL ESTADO PARA 1979, 1980 Y 1981. LA EFECTIVA EMISION DE PAGARES DEL TESORO REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA –RD 1849/1981 Y OM 16 SEPTIEMBRE 1981–.

En la Ley 11/1977, de 4 enero, General Presupuestaria, se encuentra la primera expresión de nuestro ordenamiento tendente al reconocimiento de la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta<sup>21</sup>.

19. Vid. *infra* V.1.2.

20. Vid. *infra* nuestra opinión, en V.1.2.2.

21. Arts. 101 y 102 Ley 11/1977.

La Ley 11/1977, General Presupuestaria ha sido modificada –por el art. 84 Ley 33/1987, de 23 diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988– y su texto refundido fue aprobado por el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 septiembre; el art. 102.1 de este último recoge el contenido del art. 101.2 Ley 11/1977, pero cambia el orden de las opciones ofrecidas por éste y pone en primer lugar –antes que la representación en forma de títulos– la posibilidad de que la Deuda Pública sea representada en anotaciones en cuenta. De esta forma el tenor de la Ley General Presupuestaria resulta más acorde con lo dispuesto en los arts. 55 a 58 LMV, en los que se regula el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (cfr. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 79, nota 151).

Observa SANTOS MARTÍNEZ que en el Real Decreto Legislativo 1091/1988 «se puntualiza, en términos más precisos en cuanto a la forma de representación y más amplios en cuanto al emisor, que “la Deuda Pública podrá ser representada en anotaciones en cuenta, títulos-valores



El artículo 101.2 de esta Ley reconoce que «la Deuda del Estado *podrá* estar representada en títulos-valores o en cualquier otro documento o *cuenta* que formalmente lo reconozca»<sup>22</sup> y se añade que «el Estado *podrá* contraer deudas *no documentadas en títulos-valores* ni como consecuencia de operaciones de crédito en sus distintas clases, pero siempre que esté autorizado por la Ley»<sup>23</sup>.

Podemos señalar dos aspectos especialmente destacables en esta disposición. En primer lugar, la intencionada limitación del ámbito al que se dirigía la nueva forma de representación —que quedaba restringido tan sólo a la «Deuda del Estado»—. En segundo lugar, hemos de tomar en consideración que la Ley 11/1977 tan sólo reconocía una *facultad* en favor del Estado para representar su Deuda por un medio distinto de los títulos-valores, pero no llegaba a articular un régimen concreto para la representación de Deuda Pública en anotaciones.

Esta posibilidad de representar la Deuda Pública por medio de anotaciones en cuenta, que concedía la Ley General Presupuestaria, fue también contemplada en las leyes de Presupuestos del Estado de los años posteriores, pero no fue puesta en práctica —*vid.* Ley 1/1979, de 19 julio, de Presupuestos del Estado para 1979, art. 21.1.1.º, párrafo segundo; Ley 42/1979, de 29 diciembre, de Presupuestos del Estado para 1980, art. 23.1.1.º, párrafo cuarto; Ley 74/1980, de 29 diciembre, de Presupuestos del Estado para 1981, art. 24.1.1.º, párrafo cuarto<sup>24</sup>—.

o cualquier otro documento que formalmente la reconozca» —art. 102.1— y que por «Deuda Pública» hay que entender tanto la «Deuda del Estado» como la «Deuda de los Organismos autónomos» —art. 101.1— (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 9 y «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta», en ALONSO ÜREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de sociedades anónimas*, Tomo II [*Capital y acciones*], vol. 1, Madrid, 1994, pgs. 369 y 370; *vid.* ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos», en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. [coord.], Madrid, 1992, pg. 266; MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M.ª C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», en *CREDF*, 1990, núm. 66, pgs. 223 y 224).

*Vid.* ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Los pagarés del Tesoro: un nuevo instrumento de deuda pública», en *RDBB*, 1983, núm. 9, pg. 118, donde se comenta cómo «el Tesoro inició a finales de 1977 una nueva política de deuda pública, política cuyo rasgo más destacado ha sido el paulatino acercamiento a las condiciones de mercado». Este mismo autor hace también referencia a la Ley 11/1977, como «fundamento legal último de los pagarés del Tesoro» (*op. cit.*, pg. 119).

22. El término «*cuenta*», utilizado por el art. 101.2 Ley 11/1977, es especialmente sugerente, pues en él se comienza a vislumbrar la dimensión contable que han terminado adoptando los valores en la LMV.

Sobre la importancia de la contabilidad en el sistema de anotaciones en cuenta establecido por la LMV, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 93, 95 y 96.

23. *Vid.* PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI (Derecho y Tecnología)», *La Ley*, 1991, núm. 2671, pg. 1004; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 266 y «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 2.

24. «En las tres se repite expresamente la misma posibilidad: La Deuda del Tesoro *podrá* estar representada tanto en títulos-valores como por anotaciones en cuenta —en la Ley 1/1979 se dice «anotaciones en cuentas», empleando un plural tal vez debido, más que a una errata, a la circunstancia de no estar consolidada la expresión» (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 10 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pgs. 370 y 371). *Vid.* MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M.ª C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 223; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Los Pagarés del Tesoro...», *cit.*, pgs. 119 y 120; LASARTE

Por fin, después de las referidas normas, en las que tan sólo se contenía la posibilidad de representación de la Deuda por medio de anotaciones, el RD 1849/1981, de 20 agosto, por el que se acordó la emisión de Deuda del Tesoro, interior y amortizable, estableció<sup>25</sup> de modo *imperativo*, en su art. 2, que «la emisión de Deuda del Tesoro que el presente Real Decreto autoriza (...) se *materializará* en anotaciones en cuenta en el Banco de España». La OM 16 septiembre 1981, por la que se desarrolló el RD 1849/1981, dispuso que la Deuda del Tesoro «se *formalizará* en Pagarés del Tesoro que podrán *materializarse* mediante anotaciones en cuenta en el Banco de España»<sup>26</sup> –núm. 3 de la OM 16 septiembre 1981–<sup>27</sup> y estableció un «sistema de referencias técnicas» para la ordenada gestión de los Pagarés –núm. 3 de la OM 16 septiembre 1981–<sup>28</sup>.

#### 2.2.2. RD 656/1982, DE 3 ABRIL, SOBRE EMISION DE DEUDA PUBLICA INTERIOR Y AMORTIZABLE

El Real Decreto 656/1982, de 3 abril, sobre emisión de Deuda Pública interior y amortizable no hablaba de una posibilidad futura e inconcreta de representación

ALVAREZ, J., «Los Pagarés del Tesoro. La Deuda Pública en el período 1979-1984», en *Estudios sobre tributación bancaria*, Madrid, 1985, pgs. 409 y ss.

25. Acogiéndose a lo dispuesto por el art. 24.1.1.º de la citada Ley 74/1980, de 29 diciembre, de Presupuestos de Estado para 1981.

26. A nuestro juicio, no es acertada la OM con la terminología empleada, como tampoco lo es el RD 1849/1981, pues se dice que la Deuda se «*materializará*» en anotaciones en cuenta. Las anotaciones en cuenta son una forma de *representación* de derechos y no una forma de *materialización* de éstos. Es más, las anotaciones en cuenta surgen precisamente para evitar la materialidad de los derechos que representan. De ahí que resulte impropio decir que los Pagarés del Tesoro podrán «materializarse en anotaciones en cuenta». Bien podrían haberse expresado las referidas disposiciones si hubiesen dicho que «la Deuda del Tesoro se *formalizará* en Pagarés del Tesoro que podrán *representarse* mediante anotaciones en cuenta».

Aunque no es ésta cuestión anecdótica, quizá pueda excusarse, pues estas disposiciones normativas se sitúan en lo que todavía no son más que los inicios de la doctrina sobre anotaciones en cuenta en nuestro país, pero no podemos dejar de llamar la atención sobre ello.

Vid. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 79, nota 152; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «La experiencia de los pagarés», en VV AA, *Anotaciones en cuenta ...*, pg. 49, nota 148.

27. Vid. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «La experiencia de los pagarés», *cit.*, pgs. 48-49; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Los Pagarés del Tesoro...», *cit.*, pg. 115, donde se comenta que los Pagarés, tal como fueron configurados por la OM 16 septiembre 1981, «no constituyeron un paso adelante en el proceso de liberalización del sistema financiero, pues su suscripción y posterior negociación quedaba limitada a entidades financieras»; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1216, nota 2.

28. Además se autorizó a la Dirección General del Tesoro y al Banco de España para dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de referencias técnicas –núm. 7 de la OM 16 septiembre 1981–.

En cumplimiento de esta facultad se emitió la Resolución de la Dirección General del Tesoro, de 9 octubre 1981, en la que se establecieron unas «normas referentes al sistema de referencias técnicas de pagarés del Tesoro» –núm. 1– (vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 10 y 11 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pgs. 371 y 372).

«Cabe deducir que hubo aquí (...) ya en 1981, la verdadera urdimbre de un sistema de cuentas y referencias técnicas que permite prescindir abiertamente de los tradicionales títulos o láminas como soporte de los derechos. Podría decirse, salvando todas las distancias que haya que salvar con respecto al sistema actual, que un sistema de anotaciones en cuenta sustitutivas de los títulos ya se ha puesto entonces en marcha» (*op. cit.*, pgs. 12 y 372, respectivamente).

Vid. también MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 79, nota 150.

de la Deuda Pública en anotaciones, sino que –al igual que sucedió con el RD 1849/1981 y la OM 16 septiembre 1981– lo ofrecía ya como una opción frente a la representación en forma de títulos<sup>29</sup>. Este Real Decreto fue desarrollado por OM 3 abril 1982. El régimen establecido contemplaba la posibilidad de que los *Pagarés del Tesoro* se representaran en forma de *anotaciones en cuenta*, además de la posibilidad ya existente de representación en forma de títulos<sup>30</sup>.

### 2.2.3. LA AMPLIACION DEL AMBITO OBJETIVO DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA A LOS BONOS DEL ESTADO. LEY 21/1986, DE 23 DICIEMBRE, DE PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA 1987; RD 2640/1986, DE 30 DICIEMBRE; OM 22 ENERO 1987

En esta misma línea de desmaterialización o desincorporación de los derechos se sitúa la Ley 21/1986, de 23 diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987. Todavía el legislador seguía restringiendo el ámbito de actuación a la Deuda Pública<sup>31</sup>. En este sentido, la Ley 21/1986 autorizaba «al Gobierno a dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de instrumentación de la deuda pública en anotaciones en cuenta y a regular las transacciones basadas en tales anotaciones»<sup>32</sup>, y «al Ministro de Economía y Hacienda para que, en el marco de la regulación aprobada por el Gobierno, modifique la forma de instrumentación de las emisiones de Deuda del Estado y del Tesoro ya en circulación o que se emitan en virtud de lo dispuesto en esta Ley»<sup>33</sup>.

29. Con anterioridad a este Real Decreto, la Orden 16 septiembre 1981 había iniciado un proceso de sustitución del papel, fundamentándose en un sistema de *referencias técnicas*. El RD 656/1982 pudo dar este paso en virtud de la habilitación contenida al respecto en el art. 16.1.2 Ley 44/1981, de 26 diciembre.

Vid. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «La experiencia de los pagarés», *cit.*, pgs. 35 y ss.; MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M.<sup>a</sup> C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 223; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 79; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 266 y «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 2; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 374 y 375.

30. A nuestro modo de entender, adolece el RD 656/1982 del mismo defecto terminológico que hemos señalado con relación al RD 1849/1981 y la OM 16 septiembre 1981: no decía el RD 656/1982 que los Pagarés del Tesoro pudiesen *representarse* en forma de anotaciones en cuenta, sino que se podrían «materializar» en forma de anotaciones en cuenta.

31. Si bien ya en la Ley 46/1985, de 27 diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1986 –en su art. 4, párrafo uno, letra A), apartado b)– «se reconoce implícitamente la posibilidad de emitir *Deuda Pública del Estado representada mediante anotaciones en cuenta*, al señalar que la suscripción y transmisión de la misma no precisa de la intervención de fedatario público, *estableciendo de este modo en relación con la Deuda del Estado, lo que para la Deuda del Tesoro había dispuesto en su día la Ley 1/1979, de 19 julio*» (cfr. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M.<sup>a</sup> C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 223).

32. Art. 38.4, b) Ley 21/1986.

33. Art. 38.4, b) Ley 21/1986.

Vid. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1004; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 80; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 375, nota 41; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1216; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 266.

## II. La desincorporación de los valores en el modelo del Derecho español

Antes incluso de que se estableciera esa regulación marco a que hacía referencia el artículo 38.4, c) de la Ley 21/1986, tuvo lugar una ampliación del ámbito objetivo comprendido por los valores anotados, pues el RD 2640/1986, de 30 diciembre, y la Orden 22 enero 1987 extendieron la representación por medio de anotaciones en cuenta también a la figura de los *bonos del Estado*<sup>34</sup>.

### 2.2.4. RD 505/1987, DE 3 ABRIL, POR EL QUE SE DISPONE LA CREACION DE UN SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO

#### 2.2.4.1. Antecedentes legales y actual vigencia del RD 505/1987.

El Real Decreto 505/1987, de 3 abril, se fundamentó en la autorización del artículo 38.4 de la Ley 21/1986<sup>35</sup> y estableció con carácter general un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado<sup>36</sup> —si bien, no hizo uso de la autorización de la Ley 21/1986 en toda su extensión, pues el RD 505/1987 se restringía al ámbito de la Deuda del Estado (de la Administración Central del Estado) y no a toda la Deuda Pública<sup>37</sup>—.

34. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 375, nota 41; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 267 y «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 2; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 81; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 12, nota 32 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 376; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1216, nota 2.
35. Como ya hemos comentado, el art. 38.4, en su letra a), disponía que «la deuda del Estado y del Tesoro, a que se refieren los números uno a tres anteriores, podrá estar representada por anotaciones en cuenta, por títulos-valores o por cualquier otro documento que formalmente la reconozca» y, para que pudiese ponerse por obra el sistema de anotaciones en cuenta, autorizaba «al Gobierno a dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de instrumentación de la deuda pública en anotaciones en cuenta y regular las transacciones basadas en tales anotaciones» —art. 38.4, b) Ley 21/1986— y «al Ministro de Economía y Hacienda para que, en el marco de la regulación aprobada por el Gobierno, modifique la forma de instrumentación de las emisiones de deuda del Estado y del Tesoro ya en circulación o que se emitan en virtud de lo dispuesto en la Ley» —art. 38.4, c) Ley 21/1986—. *Vid.* SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 12 y 13 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 376; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 81; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1216; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *RDBB*, 1992, núm. 45, pg. 268.
36. Sobre el régimen establecido por el RD 505/1987, *vid.* VV AA, *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, obra imprescindible para el estudio del sistema de anotaciones español, en la que se reúnen los siguientes trabajos: OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título y su desincorporación. (Análisis histórico y dogmático)», pgs. 11 y ss.; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «La experiencia de los pagarés», pgs. 35 y ss.; RINGSMUTH, N., «La experiencia americana en el sistema de anotaciones en cuenta de la deuda del Gobierno», pgs. 63 y ss.; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta. (Análisis del Real Decreto Regulador)», pgs. 83 y ss.; UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., «La central de anotaciones y su operativa», pgs. 133 y ss.; PIÑEL LÓPEZ, E., «Las entidades gestoras en el sistema de anotaciones en cuenta», pgs. 151 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», pgs. 177 y ss.; ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., «Las compras simultáneas de valores», pgs. 203 y ss.; DE LUIS Y DÍAZ MONASTERIO, F., «Aspectos fiscales del sistema de anotaciones en cuenta», pgs. 229 y ss.; URÍA GONZÁLEZ, R., «Conclusiones», pgs. 261 y ss.
37. La actitud del legislador hasta el momento había estado dirigida a la *experimentación* de la

El RD 505/1987 fue desarrollado por la OM 19 mayo 1987, a la que han seguido numerosas disposiciones de desarrollo y modificación del sistema de anotaciones en cuenta de Deuda Pública.

Uno de los aspectos más destacables del RD 505/1987 es que, incluso después de la publicación de la LMV, *sigue estando en vigor* para la regulación de la Deuda Pública anotada<sup>38</sup>. A estos efectos, son especialmente importantes las modificaciones que han sido introducidas en el RD 505/1987 por el RD 1009/1991, de 21 junio, para adaptarlo a las disposiciones de la LMV<sup>39</sup>. Por tanto, el RD 505/1987 sigue siendo todavía la norma reglamentaria fundamental por la que se rige la Deuda Pública Anotada<sup>40</sup>.

En la Disposición Final 1.ª del RD 1009/1991 se amplía el ámbito de aplicación del RD 505/1987, que ya no se verá restringido tan sólo a la *Deuda del Estado*<sup>41</sup>, sino que se referirá también a los valores emitidos por las *Comunidades Autónomas*, otras *Entidades y sociedades públicas* o los *Organismos internacionales de los que España sea*

---

nueva forma de representación de los derechos. Ello explica que no fuese todavía objeto de su preocupación el extender el ámbito de la forma experimentada. Esta postura resulta elogiosa, como igualmente lo es el hecho de que los primeros valores escogidos para probar las anotaciones en cuenta fueran valores de Deuda Pública.

38. El RD 116/1992 anuncia en su Preámbulo una «posible revisión global del RD 505/1987», que, por el momento, «ha parecido oportuno dejar para más adelante» y, mientras tanto, mantiene en vigor el RD 505/1987 «cuyo funcionamiento ha de considerarse satisfactorio» y declara —en su art. 43— que «lo previsto en este Real Decreto (RD 116/1992) en materia de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será aplicable con carácter supletorio a la Deuda Pública y demás valores que se negocien en el mercado a que se refiere el Capítulo III del Título IV de la Ley del Mercado de Valores, que se regirán por su normativa específica» —es decir, por el RD 505/1987 y sus normas de desarrollo—.
39. También debe tenerse presente que hoy día ha sido superada la distinción entre *Deuda del Estado* y *Deuda del Tesoro*, que el RD 505/1987 contemplaba en su Disposición Adicional y que hoy ya no debe ser atendida.  
Vid. sobre este particular MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M.ª C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 228-229; LASARTE ALVAREZ, J., «Los Pagarés del Tesoro. La Deuda Pública en el período 1979-1984», *cit.*, pg. 421; DE LA PEÑA VELASCO, G., «Deuda Pública y Ley de Presupuestos», en *Las Cortes Generales*, vol. III, Madrid, 1987, pg. 1925; FERREIRO LAPATZA, J. J., *Curso de Derecho financiero español*, 12.ª ed., Madrid, 1990, pgs. 750 a 752; PALAO TABOADA, C., *Derecho financiero y tributario*, I, 2.ª ed., Madrid, 1987, pgs. 266 y ss.; BAYONA DE PEROGORDO, J. J./SOLER ROCH, M.ª T., *Derecho financiero*, vol. II, Alicante, 1989, pgs. 405 y 406 y *Compendio de Derecho financiero*, Alicante, 1991, pg. 499; MARTÍN QUERALT, J./LOZANO SERRANO, C., *Curso de Derecho financiero y tributario*, 2.ª ed., Madrid, 1991, pg. 102.
40. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 280; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 12 y, del mismo autor, con términos más precisos, «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 376.
41. En efecto, el sistema de anotaciones implantado por el RD 505/1987 inicialmente se había limitado a la *Deuda del Estado* y a la de la *Administración institucional de base fundacional* (vid. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M.ª C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 228 y ss.; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», *cit.*, pg. 10; RECALDE CASTELL, A., «Depósito administrado de valores...», *cit.*, pg. 2137).  
Acerca de la delimitación del concepto de *Administración institucional* —que comprende únicamente los Organismos Autónomos o entes públicos institucionales de base fundacional— vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, E./FERNÁNDEZ, T. R., *Curso de Derecho administrativo*, 4.ª ed., vol. I, Madrid, 1983, pg. 371. En cuanto a la falta de capacidad de los entes institucionales de base corporativa para emitir Deuda Pública, vid. CARRERA RAYA, *Antecedentes histórico-jurídicos de la Deuda Pública española*, Málaga, 1987, pg. 160.

miembro<sup>42</sup>, tal y como se reconoce en el art. 55 LMV<sup>43</sup>. De este modo se lleva a pleno cumplimiento la autorización del art. 38.4 Ley 21/1986, que hasta el momento el RD 505/1987 tan sólo la había cumplido parcialmente<sup>44</sup>.

\* \* \*

Observaremos ahora algunos aspectos del régimen de la Deuda Pública Anotada, especialmente los que fueron introducidos por el RD 505/1987, pero es más bien a lo largo de todo el trabajo, conjuntamente con el análisis de los demás valores anotados en cuenta, donde iremos deteniéndonos sobre aquellos aspectos que requieran un comentario más detallado.

#### 2.2.4.2. Fines perseguidos por el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda Pública.

El sistema de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado creado por el RD 505/1987 cumple un doble objetivo: 1.º poner en manos del Tesoro un nuevo instrumento jurídico y un sistema operativo que, erradicando los males que se desprendieron de la crisis de los títulos-valores, le han permitido emitir Deuda a un coste mucho menor del que venía soportando y que han facilitado la negociación y amortización de la Deuda; 2.º convertir los mercados secundarios de Deuda Pública en un marco atractivo que fomente el aumento de los intermediarios e inversores —ya sea los grandes inversores institucionales, ya sea el pequeño y mediano ahorrador—<sup>45</sup>.

42. Establece la Disp. Final primera del RD 1009/1991: «Las referencias contenidas en el Real Decreto 505/1987, de 3 abril, y disposiciones complementarias a los valores de Deuda del Estado, representados por medio de anotaciones en cuenta, se entenderán hechas también a los valores que, bajo esa forma de representación, emitan las Comunidades Autónomas, otras Entidades y sociedades públicas o los Organismos internacionales de los que España sea miembro, y cuya negociación en el Mercado de Deuda Pública en anotaciones haya sido autorizada por el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del emisor».

43. En el que, al establecerse cuál es el objeto del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, se enumera: «la Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, así como la de aquellas categorías de valores que, emitidos bajo esa forma de representación por las Comunidades Autónomas, por otras entidades y sociedades públicas o por organismos internacionales de los que España sea miembro, autorice el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del emisor».

Observa MARTÍNEZ GIMÉNEZ que este art. 55 LMV se fundamenta probablemente en el art. 14.2 de la LO 8/1980, de 22 septiembre, de financiación de las Comunidades Autónomas, conforme al cual «las Comunidades Autónomas podrán concertar operaciones de crédito por plazo superior a un año, cualquiera que sea la forma como se documenten» (vid. «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», cit., pg. 228). Comenta también esta Autora que, «aun cuando ninguna norma lo prevé de modo expreso, entendemos que las mismas razones que justifican el precepto de la ley relativo a las CC AA, servirían de base para la aplicación del sistema de anotaciones a la Deuda emitida por las Corporaciones Locales» (op. cit., pg. 229).

44. Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», cit., pg. 14 y «Acciones y obligaciones representadas...», cit., pg. 378.

45. Cfr. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», en SSF-PEE, 1987, núm. 19, pg. 9, donde se comenta que «era evidente desde hace tiempo que el flujo masivo de emisiones de deuda pública requería unos mercados secundarios profundos y eficientes. Baste recordar que en 1985 y 1986 las emisiones brutas de deuda del Estado alcanzaron las respectivas cifras de 387 y 1.933 miles de millones de pesetas. Por contra, la contratación bursátil de ambos títulos de deuda fue de 115 miles de millones el primero de los citados años y 429 el segundo. Ciertamente

2.2.4.3. Estructura del sistema de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta. Sistema de registro de doble escalón.

Una de las principales aportaciones del RD 505/1987 es la creación de un sistema de registros que permite la constitución y la posterior negociación de los valores de Deuda Pública anotada. El registro está estructurado conforme a un sistema de *doble escalón*<sup>46</sup>. En la *Central de Anotaciones* podrán tener abiertas sus cuentas de valores los *Titulares de cuentas a nombre propio*<sup>47</sup> y las *Entidades Gestoras*<sup>48</sup> —arts. 4<sup>49</sup> y 5 RD 505/1987, 2 y 5 OM 19 mayo 1987—<sup>50</sup>. Las Entidades Gestoras llevarán un registro al que podrán acceder aquellas personas que no puedan ser titulares directos de una cuenta de valores en la Central de Anotaciones<sup>51</sup>.

La *Central de Anotaciones* es gestionada por el *Banco de España*, que actuará como *organismo rector* del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones<sup>52</sup>.

Las Entidades Gestoras pueden ser de dos tipos<sup>53</sup>: *Entidades Gestoras con capacidad plena*—que cuentan con la condición de titular directo de cuentas en la Central

---

que a las cifras del pasado año debemos añadir, aproximadamente, un billón de pesetas de deuda a medio y largo plazo contratada en mercados extrabursátiles. Pero este dato, más que debilitar, refuerza nuestra afirmación, según la cual parecía ilusorio intentar una política de deuda pública sin contar con los mercados adecuados para ello». En cuanto a los fines buscados —y conseguidos— por el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda, *vid. también op. cit.*, pgs. 10 y 14.

*Vid. LÓPEZ ZABALLOS, J.*, «El sistema de anotaciones en cuenta», en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L., «Curso de Bolsa», vol. I, Barcelona, 1992, pg. 360; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 89 a 92; MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado. Análisis jurídico», en *SSF-PEE*, 1987, núm. 19, pg. 15; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 989, donde se comentan algunas de las virtualidades del nuevo sistema, destacando especialmente el cambio en la concepción jurídica de los valores de Deuda Pública.

46. Con más detalle, *vid. infra*, sobre el sistema de registro de los valores de Deuda Pública anotada, III.2.2.2.

*Vid. también ORTEGA FERNÁNDEZ, R.*, «Presentación», *cit.*, pg. 10; MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.*, pg. 16.

47. *Vid. LÓPEZ ZABALLOS, J.*, «El sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 362.

48. *Vid. LÓPEZ ZABALLOS, J.*, «El sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 362.

49. Redactado conforme al RD 1009/1991.

50. El principio de legitimación subjetiva conforme al cual ha sido regulada la posibilidad de acceso a la titularidad de cuentas en la Central de Anotaciones, se justifica por razones de eficacia y economicidad (*vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.*, «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 91 y 92).

Acerca de los Titulares de cuentas en la Central y las Entidades Gestoras, en su calidad de agentes del sistema, *vid. ORTEGA FERNÁNDEZ, R.*, «Presentación», *cit.*, pgs. 12 y 13.

51. Art. 6 RD 505/1987.

*Vid. MENDOZA VILLAR, M.*, «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.*, pgs. 20 y 21.

Con más detalle sobre la estructura y funcionamiento del registro de doble escalón, *vid. infra* VI.2.

52. Art. 57 LMV.

El art. 5 RD 505/1987 reconoce que la Central de Anotaciones «es un servicio público del Estado». Tiene como funciones gestionar «la emisión, amortización, pago de intereses, transferencias de saldos y desgloses de los mismos para individualizar partidas, así como (organizar) el mercado secundario exclusivamente entre titulares directos» —art. 5 RD 505/1987— (cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 282).

53. Art. 6 RD 505/1987 —con la redacción dada por el RD 1009/1991—.

de Anotaciones y que podrán realizar toda clase de operaciones con sus clientes, en las que podrán actuar tanto por cuenta propia, como por cuenta ajena— y *Entidades Gestoras con capacidad restringida*—no podrán realizar en nombre propio operaciones con sus clientes, con ellos siempre tendrán que actuar como comisionistas, concertando por cuenta ajena las operaciones que les encarguen—<sup>54</sup>.

#### 2.2.4.4. *Operaciones sobre la Deuda Pública anotada.*

Las *operaciones del mercado secundario* de Deuda Pública anotada podrán realizarse entre quienes tengan la condición de titulares de cuentas en la Central—incluyendo en esta categoría, lógicamente, a las Entidades Gestoras—, o bien podrán realizarse entre quienes no tengan esta condición o entre uno de estos sujetos y un titular de cuentas. Las personas no titulares de cuentas deberán actuar siempre con la intermediación de una Entidad Gestora<sup>55</sup>.

Hay *cuatro tipos de operaciones* de transmisión de Deuda Pública anotada por título de compraventa<sup>56</sup>:

Operaciones de *compraventa simple al contado*.

Operaciones de *compraventa simple a plazo*.

Operaciones de *compraventa con pacto de recompra a fecha fija*.

Operaciones de *compraventa con pacto de recompra a la vista*.

La *compraventa con pacto de recompra* es una figura cuya *naturaleza jurídica* resulta de difícil calificación. El artículo 8 RD 505/1987 establece que «en estas operaciones el titular de los derechos los vende hasta la fecha de la amortización, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque ésta sea parcial o voluntaria»<sup>57</sup>. Lo más acer-

54. Art. 8.3 RD 505/1987, de nueva redacción, introducido por el RD 1009/1991.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 282 y 283.

55. Art. 6.3 RD 505/1987.

Cfr. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», *cit.*, pg. 10.

Acerca de la negociación de los valores de Deuda Pública anotada tanto en su propio *Mercado Secundario*, como en las *Bolsas de Valores*, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 182 y ss.

Con más detalle sobre la *estructura del acto transmisivo* y demás aspectos sobre la *negociación de estos valores—tanto en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, como en las Bolsas de Valores—*, *vid. infra* VIII.1 y 4.

56. Art. 10 OM 19 mayo 1987 y, específicamente, sobre la *compraventa con pacto de recompra*, art. 8 RD 505/1987, modificado por el RD 1009/1991.

Cfr. MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.*, pgs. 16 a 18; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», *cit.*, pgs. 10 y 11.

*Vid.* LÓPEZ ZABALLOS, J., «El sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 373, 377 y 378.

57. *Vid.* también el párrafo segundo de la Disposición Transitoria de la OM 19 mayo 1987.



tado es concebir esta operación como un *único contrato que comprende dos compraventas, una al contado y otra a plazo*<sup>58</sup>.

También es posible la constitución de derechos reales limitados u otros derechos de garantía sobre valores de Deuda Pública anotada<sup>59</sup>.

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

#### 3.1. Consideraciones generales.

##### 3.1.1. MARCO LEGAL

El actual sistema de anotaciones en cuenta ha sido establecido por la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores<sup>60</sup>.

Es importante observar que actualmente se encuentra en curso un proceso de reforma de la Ley 24/1988, con el que se dará cumplimiento a la necesidad de trans-

58. «Ambas compraventas» —observa MENDOZA— «de acuerdo con lo establecido en el artículo 1450 del Código Civil, son firmes desde el primer momento, ya que, según el citado artículo, existe la compraventa desde que hay conformidad en el objeto del contrato y en el precio, aunque ni uno ni otro haya sido entregado»; —añade este autor que— «estaremos *ab initio* ante dos compraventas en firme simultáneas, aunque ligadas a plazos diferentes, que forman un único contrato, ya que no es posible concebir (...) que una de las ventas que constituyen la operación pueda llevarse a cabo mientras que la segunda se quede sin ejecución» (cfr. «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.*, pg. 17).  
Analizando la naturaleza jurídica de este contrato, comenta este Autor sus diferencias con el préstamo y con la compraventa con pacto de retro del art. 1507 CC (*op. cit.*, pg. 17).  
*Vid.* también ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», *cit.*, pg. 11.
59. *Vid. infra* IX.4.  
*Vid.* MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.*, pgs. 18 y 19; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», *cit.*, pg. 13.
60. La *Ley del Mercado de Valores* ha sido muy comentada por la doctrina, sobre el particular pueden verse, entre otros SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras», en *RDBB*, 1990, núm. 39, pgs. 11 y ss.; del mismo Autor, «A modo de prontuario sobre una reforma polémica: la Ley 24/1988 del mercado de valores», en *RDM*, 1989, núm. 191, pgs. 261 y ss. y «La reforma de los mercados de títulos en España», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVAROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, *cit.*, pgs. 2345 y ss.; HEESSEN, H.-G., *Die Entkörperung im spanischen Effektenwesen. Die «Ley del Mercado Valores» (1988): Gesetzliche Regelung und Anerkennung einer selbständigen Kategorie von «Wertrechten»?*, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-New York-Paris-Wien, 1997; LECUONA, P., «El mercado de valores», en *BEE*, núm. 147, 1992, pgs. 265 y ss.; FARRANDO, I., «La riforma del mercato spagnolo dei valori mobiliari», *RdS*, fasc. 2/3, 1991, pgs. 858 y ss.; FERNÁNDEZ ARMESTO/DE CARLOS BELTRÁN, *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992; CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, 1992; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», en *RGD*, 1989, núm. 536, pgs. 2661 y ss.; JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho Público del mercado de valores*, Madrid, 1989; PETIT LAVALL, M.<sup>8</sup>. V., «Ley del Mercado de Valores. Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades», en *RGD*, núm. 546, 1990, pgs. 1517 y 1518; ALBELLA, S., «El desarrollo de la Ley del Mercado de Valores», en *RVDPP*, núm. 14, 1989, pgs. 114 y 115; MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito», en *RDBB*, 1989, núm. 36, pgs. 704 a 716; MARTÍNEZ SALINAS, *La Bolsa de Valores. Su ordenación legal*, Madrid, 1993.

## II. La desincorporación de los valores en el modelo del Derecho español

poner a nuestro ordenamiento la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 mayo 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables –en adelante, DSI–, y la Directiva 93/6/CEE, del Consejo, de 15 marzo 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito –en adelante, DAC–<sup>61</sup>.

De las distintas disposiciones normativas que han sido promulgadas en desarrollo de la LMV, nos interesan especialmente RD 116/1992, de 14 febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles<sup>62</sup>; el RD 291/1992, de 27 marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores y el RD 1416/1991, de 27 septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.

Por su parte, la Ley 19/1989, de 25 julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades<sup>63</sup>, complementa la LMV y remite a algunos de sus preceptos para el régimen de las acciones anotadas en cuenta.

61. Ese proceso legislativo ha dado lugar a varios textos previos –«Borrador del Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores», de 1 de noviembre de 1994; «Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores», de 17 abril 1995; «Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores», de 16 octubre 1995– y se ha publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, con fecha de 26 diciembre 1995, un «Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores» (vid. *Boletín Oficial de las Cortes Generales* [Congreso de los Diputados, V Legislatura, Serie A, Proyectos de Ley, 26 de diciembre de 1995, núm. 143-1]). Más tarde, con fecha de 18 de diciembre de 1996, se ha distribuido otro «Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores» –y que, en lo sucesivo, citaremos como ALR LMV–.
62. Este Real Decreto es, quizá, la más importante de las normas de desarrollo de la LMV, pues en él se detallan los principios fundamentales del sistema de anotaciones en cuenta, que habían sido incoados en los arts. 5 a 12 LMV.  
Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la “Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles”», en *RGD*, 1992, núm. 571, pgs. 2843 y ss., donde se comenta el RD 116/1992, del que se dice que es una de las disposiciones «más comprometidas entre las que componen la muy nutrida batería de normas de desarrollo prevista por la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores»; TAPIA HERMIDA realiza también un comentario global del contenido del RD 116/1992 (en «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pgs. 267 y ss.).
63. Que ha dado lugar al Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.  
Sobre este particular, vid. SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1993; ALONSO UREBA, A./CHICO ORTIZ, J. M./LUCAS FERNÁNDEZ, F. (coord.) *La reforma del Derecho español de sociedades de capital. (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, 1987; ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVARDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1994; URÍA, R./MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA, M. (coords.), *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, 1992; GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991; GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, 3.ª ed., Madrid, 1990; CACHÓN BLANCO, E. (coord.), *Estudios sobre el régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991.  
Vid. también, en la literatura alemana, RECKHORN-HENGEMÜHLE, M., *Die spanische Aktiengesellschaft nach der Reform des Aktiengesetzes von 1989*, München, 1992.

### 3.1.2. CATALOGACION DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA DE LA LMV COMO UN SISTEMA DE DESMATERIALIZACIÓN TOTAL FACULTATIVA

La LMV establece en España un *sistema generalizado de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, que da cabida a todo tipo de valores negociables, tanto públicos como privados*. Sin embargo el régimen establecido por la LMV no impone que los valores negociables deban representarse en todo caso por medio de anotaciones en cuenta. Sigue subsistiendo la posibilidad de representación por medio de títulos-valores<sup>64</sup>. Es, por tanto, un sistema de *desmaterialización total facultativa*<sup>65</sup>.

La solución aportada por el sistema de anotaciones de la LMV confirma el sistema del RD 505/1987 y –por lo que a desmaterialización de los valores se refiere– sitúa nuestro ordenamiento en lo que parece la senda definitiva<sup>66</sup>.

Pero, a pesar del carácter facultativo que tiene el sistema español de anotaciones en cuenta, no hay que pasar por alto la clara *tendencia favorable de nuestro ordenamiento a propiciar la generalización de los valores anotados*. Lo más representativo en este sentido es la medida adoptada por la Disposición Adicional 1.ª.5 LSA, conforme a la cual «las acciones y las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta»<sup>67</sup>. Es también muy significativo,

64. Art. 5 LMV.

En el que se afirma que «los valores negociables *podrán* representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos».

Vid. también MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 84.

65. Acogiéndonos a la clasificación que hace LENER de los sistemas de desmaterialización de los valores, conforme a la cual ordena gradualmente las distintas soluciones que nos ofrece la experiencia del Derecho comparado, podemos situar nuestro sistema de anotaciones en cuenta en el segundo grado, que este Autor denomina «*desmaterialización total facultativa*».

Las cinco categorías de la clasificación elaborada por LENER –comenzando por aquella en la que la desmaterialización es mayor– son: 1.ª) *dematerializzazione totale obbligatoria*; 2.ª) *dematerializzazione totale facoltativa*; 3.ª) *dematerializzazione della sola circolazione*; 4.ª) *intestazione fiduciaria*; 5.ª) el sistema suizo llamado *Einwegaktien* (vid. *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, *cit.*, pgs. 8 a 10).

SANTOS MARTÍNEZ afirma que «implantado un sistema de anotaciones en cuenta para los valores públicos, resultaba obligado que se implantara también respecto a los valores privados un sistema que liberara a éstos de la servidumbre del tradicional soporte de papel» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 19).

Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 96.

66. Dentro de la que todavía caben mejoras y desarrollos del sistema –pues no hay más que recordar, las numerosas remisiones contenidas en la LMV a ulteriores desarrollos reglamentarios–. Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 14.

67. SÁNCHEZ CALERO destaca varias circunstancias que potencian y hacen recomendable la difusión de los valores anotados: «En primer lugar, la revolución que ha implicado el desarrollo de la informática» e «igualmente la telemática encuentra numerosas aplicaciones en los mercados de valores mobiliarios»; «además de estos hechos confluyen otros en el cambio de la estructura del mercado de valores, como es la tendencia hacia la institucionalización en la posesión de los valores mobiliarios, de forma que desciende la importancia del pequeño inversor para aumentar notablemente la del inversor institucional. Pero sobre todo influye la internacionalización del mercado de valores» (cfr. «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 198 y 199).

Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 90 y 91; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 19 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 387; RECALDE CASTELLS, A., «Depósito administrado de valores...», *cit.*, pg. 2137.

por otro lado, que la LMV afirme en el número segundo de su Exposición de Motivos que la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta «conducirá a una *previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos-valores*».

### 3.1.3. APORTACIONES DE LA LMV QUE AFECTAN DE MODO ESPECIAL A NUESTRO OBJETO DE ESTUDIO

La LMV da forma definitiva a la anotación en cuenta como *instrumento jurídico para la representación de los valores negociables*, con el que se alcanza un *mayor grado de seguridad y rapidez* en el ejercicio de los derechos que de los valores se deriven y en la transmisión de éstos<sup>68</sup>. Además perfila los rasgos fundamentales del *régimen jurídico de los valores anotados en cuenta*. Son varios los elementos integrantes de este régimen: las normas específicas de los valores anotados, contenidas en la propia LMV y en las disposiciones que la desarrollen; normas y principios del Derecho registral; también normas del régimen de los títulos-valores<sup>69</sup>.

Por lo que al régimen y naturaleza de los valores anotados se refiere, son fundamentales los artículos 5 a 12 LMV. En ellos se recogen los principios esenciales del régimen de los valores anotados en cuenta<sup>70</sup>: caracteres de la anotación en cuenta como forma de representación de los valores<sup>71</sup>, llevanza del registro de valores anotados<sup>72</sup>, constitución de los valores<sup>73</sup>, transmisión<sup>74</sup>, constitución de derechos reales limitados u otros gravámenes<sup>75</sup>, legitimación registral<sup>76</sup> y certificados acreditativos<sup>77</sup>.

El Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores 13 enero 1988 recogía estos principios —sin que tuviesen todavía su forma y contenido definitivos— en los arts. 2 a 7.

68. *Vid. infra* IV.4.1.

Llamando la atención sobre la importancia de las declaraciones que se formulan en la LMV, observa DÍAZ MORENO que ninguna de las disposiciones anteriores relativas al régimen de los valores anotados «alcanza la trascendencia, dogmática y práctica, de las normas contenidas en la LMV» (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 375).

Sobre la mayor agilidad y seguridad que aportan los valores anotados al tráfico jurídico, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 95; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 263 a 267; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 376; OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 27; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 82.

*Vid.* también PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «Seguridad jurídica y seguridad del tráfico», en *RDM*, 1985, núms. 175 y 176, pgs. 7 y ss.

69. *Vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 375 a 379; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 89; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pgs. 1213 y ss.

70. Cfr. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 86.

71. Arts. 5 y 6 LMV.

72. Art. 7 LMV.

73. Art. 8 LMV.

74. Art. 9 LMV.

75. Art. 10 LMV.

76. Art. 11 LMV.

77. Art. 12 LMV.

La LMV también da forma al marco jurídico en el que tiene lugar la emisión y la posterior negociación de los valores anotados en cuenta. La emisión de los valores es acogida por el *mercado primario*<sup>78</sup> y la ulterior negociación se desarrolla en lo que se han llamado *mercados secundarios* —las Bolsas de Valores; el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y otros mercados secundarios oficiales a los que el Gobierno pueda otorgar esa condición—<sup>79</sup>.

Otro aspecto especialmente interesante es el *marco institucional* y operativo creado por la LMV que supone tanto una modificación de instituciones ya existentes en el Mercado, como la creación de otras nuevas<sup>80</sup>.

Dentro de estas innovaciones institucionales se encuentran la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* —en adelante, CNMV—<sup>81</sup>, las *Sociedades Rectoras de las Bolsas* —con

78. Arts. 25 a 30 LMV.

79. Arts. 31 a 61 LMV.

*Vid.* MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pgs. 84 y 86.

En el núm. 5 de la Exposición de Motivos LMV se comenta la existencia de tres categorías de mercados secundarios oficiales. Pero, al mismo tiempo, se anuncia que «es previsible que un desarrollo normal de los acontecimientos lleve a la *progresiva integración de todos los segmentos de los mercados de valores*, cosa a la que no se opone la presente Ley» (*vid.* SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 14; *Informe de la Bolsa de Madrid acerca del Anteproyecto de Ley sobre el Mercado de Valores*, publicado en *RDBB*, núms. 29 y 30, 1988, *vid.*, respecto al particular que nos ocupa, núm. 29, pgs. 186-187).

*Vid.* LÓPEZ ZABALLOS, J., «El sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 365 y ss.; DÍAZ RUIZ, E., «Reflexiones sobre competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de mercados secundarios de valores», *RDM*, núm. 193 y 194, pgs. 817 y ss.; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pgs. 2663 y ss.

80. Sin embargo, el análisis del marco institucional del Mercado de Valores se escapa de nuestro objeto de estudio y lo trataremos en la medida en que sea estrictamente necesario para la comprensión y descripción del concepto, naturaleza y régimen de los valores anotados.

81. Arts. 13 a 24 LMV.

*Vid.* también RD 341/1989, de 7 abril, sobre el Comité consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

*Vid.* MALARET I GARCÍA, E., «La Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una aproximación a su configuración institucional», en *Estudios de Derecho bancario...*, pgs. 1591 y ss.; FUERTES, M., «La supervisión «objetiva» de la Comisión Nacional en el Mercado de Valores», en *RDBB*, 1993, núm. 49, pgs. 7 y ss.

ABELLA SANTAMARÍA (en «La Directiva relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores», en *RDBB*, 1994, núm. 53, pg. 67) comenta las modificaciones que habrá de sufrir la CNMV, con objeto de la publicación de la Directiva del Consejo CEE 93/22, de 10 mayo —*vid.* art. 90 de la Directiva—. Encontramos noticia de ello también en ZUNZUNEGUI, F., «Adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión», en *DN*, 1995, núm. 56, pg. 2.

Acerca del proceso de armonización del Derecho comunitario del Mercado de Valores, que desde 1977 —con la Recomendación de la Comisión 77/534, de 25 julio, que establece un Código de conducta europeo sobre las transacciones de valores negociables (*vid.* ESTEBAN VELASCO, G., «El Mercado de Valores», en *RDM*, 1984, núms. 172 y 173, pg. 387; TAPIA HERMIDA, A. J., «Las Normas de actuación en los mercados de valores. [Primeras reflexiones sobre el Real Decreto 629/1993]», en *RDBB*, 1993, núm. 50, pgs. 315 y ss., donde se comenta el RD 629/1993, de 3 mayo)— ha emprendido la hoy llamada Unión Europea, *vid.* TAPIA HERMIDA, A./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La adaptación del mercado de valores al Derecho comunitario», en *RDBB*, 1991, núm. 44, pgs. 966 y ss.; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., «El Derecho europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español», en *RDBB*, 1986, núm. 21, pgs. 69 y ss.; IZQUIERDO, M., «Los mercados de valores en la CEE. (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)», Madrid, 1992; ARRANZ PUMAR, G., «La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: información periódica sobre entidades cotizadas, instituciones de inversión colectiva, participaciones significativas de entidades cotizadas, infor-

la consiguiente desaparición de las Juntas Sindicales de las Bolsas<sup>82</sup>, la *Sociedad de Bolsas*<sup>83</sup> –a la que se adjudica la gestión del *Sistema de Interconexión Bursátil*<sup>84</sup>–, el *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores* –en adelante, SCLV<sup>85</sup> y las *Sociedades y Agencias de Valores*<sup>86</sup>.

### 3.2. Ambito de aplicación del régimen jurídico de los valores anotados en cuenta.

La aplicación del régimen jurídico de los valores anotados tiene un ámbito objetivo y un ámbito subjetivo.

#### 3.2.1. AMBITO OBJETIVO DE APLICACION

Es el más importante y, sin embargo, es el que ofrece mayores dificultades para su delimitación. La anotación en cuenta es una forma –aunque no la única<sup>87</sup>– de representación de un elemento objetivo, los valores negociables<sup>88</sup>, pero la Ley 24/1988, al crear el régimen de los valores anotados en cuenta, no se atrevió a dar una definición de valor negociable –a pesar de que, en su Exposición de Motivos, la LMV admite que su centro de gravedad reside precisamente en el concepto de

mación privilegiada y servicios de inversión», en *ICE*, núm. 703, 1992, pgs. 135 y ss.; MINGUEZ PRIETO, R., «La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: admisión a cotización, folleto de admisión a cotización, folleto de emisión y de oferta pública y ofertas públicas mobiliarias», en *ICE*, núm. 703, 1992, pgs. 125 y ss..

82. Arts. 48 LMV y 5 a 17 RD 726/1989.

Las Sociedades Receptoras, la Sociedad de Bolsas y el Sistema de Interconexión Bursátil han encontrado su desarrollo reglamentario en el RD 726/1989, de 23 junio, sobre Sociedades Receptoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y fianza colectiva.

*Vid.* MARTÍ SÁNCHEZ, J.-N., «Las Sociedades y Agencias de Valores, miembros de las Bolsas de Valores, en el Derecho español», en POLO, A./ÚRÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo II, *cit.*, pgs. 1644 y ss.

83. Arts. 50 LMV y 18 a 22 RD 726/1989.

84. Arts. 49 LMV y 18 a 22 RD 726/1989.

85. Art. 54 LMV y RD 116/1992, de 14 febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

86. Arts. 62 a 75 LMV y RD 276/1989, de 22 marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores.

Las Sociedades y Agencias de Valores pueden ser miembro de una Bolsa, en cuyo caso se denominarán *Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa*. Los arts. 1 a 4 RD 726/1989 están dedicados a los miembros de las Bolsas de Valores.

*Vid.* acerca de estas entidades NIETO CAROL, U., «Las Sociedades y Agencias de Valores como sociedades anónimas especiales», en *RDBB*, 1992, núm. 46, pgs. 439 y ss.; MARTÍ SÁNCHEZ, J.-N., «Las Sociedades y Agencias de Valores, miembros de las Bolsas de Valores...», *cit.*, pgs. 1633 y ss.

87. *Vid.* art. 5 LMV, donde se dispone que «los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos»; es decir, que, si bien todos los valores anotados en cuenta son valores negociables, no todos los valores negociables se representan en forma de anotaciones en cuenta.

88. TAPIA HERMIDA (en «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 270) observa cómo, efectivamente, el ámbito objetivo de aplicación de los valores anotados en cuenta da cabida no sólo a los valores mobiliarios, sino también a cualquier tipo de valor negociable y remite a los arts. 1 RD 116/1992 y 2 RD 291/1992.

*Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1218.

valor «o, para mayor precisión, de “valores negociables”»<sup>89</sup>. Ni siquiera describe la Ley las características que identifican los valores a los que se refiere. Simplemente se enumeran esas características en su artículo 2, diciendo que «quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores *negociables (...)* agrupados en emisiones»<sup>90</sup>. En el párrafo 2.º de la Exposición de Motivos de la LMV, sin llegar a dar una definición, sí que se recogen unas pinceladas sobre el significado de la negociabilidad y la agrupación en emisiones.

En consecuencia, los primeros rasgos del ámbito objetivo de aplicación del régimen de los valores anotados han tenido que perfilarse valiéndose, por un lado, de las tímidas insinuaciones de la LMV y, fundamentalmente, por otro lado, de la fuerte inercia que supone toda la herencia del anterior sistema de títulos, al que ha venido a sustituir el actual sistema de anotaciones.

En el RD 291/1992, de 27 marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, en su artículo 2.1, sí que se recoge una enumeración, *numerus apertus*, de lo que, a los efectos de esa norma, se entiende por valor negociable<sup>91</sup>.

89. Vid. párr. 2.º de la Exposición de Motivos, de la Ley 24/1988, donde, al tiempo que se advierte lo que señalamos en el texto, se pretende justificar tal ausencia –a nuestro entender sin conseguirlo–, diciendo que el concepto de valor negociable es «difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal».

Tampoco nos parece que el carácter de «Ley marco», que la Ley 24/1988 ha querido adoptar, explique esta carencia –vid. párr. 1.º de su Exposición de Motivos–. Esta técnica legislativa puede ser más o menos criticable, pero, por lo que a este punto se refiere, no parece acertado que una Ley que se ocupa de regular el Mercado de Valores –vid. art. 1 LMV– no haya sabido vencer las dificultades para definir los valores que son objeto de ese mercado, dejando que esa labor definitoria sea asumida, en su caso, por un ulterior desarrollo reglamentario.

90. En el párr. 2.º de la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988 vuelven a mezclarse de forma sorprendente la identificación de uno de los aspectos esenciales de la Ley, con la renuncia, acto seguido, a cualquier esfuerzo por definirlo. Esta vez leemos: «las notas adicionales que definen los “valores” a los que se refiere la Ley, a los efectos de su aplicación, son su negociabilidad y su agrupación en emisiones, dos características que la Ley no ha intentado precisar, pues se trata de temas de imposible concreción sin un casuismo que resultaría impropio de una disposición de rango legal». Después de haber consignado en el articulado de la LMV un concepto vacío de valor negociable, no parece oportuno que el legislador vuelva a aducir razones de técnica legislativa para evitar describir las características de ese concepto, resultando mucho más «impropio» de la Ley esta falta de contenido que esa eventual enumeración casuística.

91. Dispone el art. 2.1 RD 291/1992: «A los efectos del presente Real Decreto tendrán la consideración de valores negociables:

a) Las acciones de Sociedades anónimas y las cuotas participativas de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como de cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, ‘warrants’ u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.

b) Las obligaciones y valores análogos representativos de parte de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquéllos.

c) Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.

d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

e) Las participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza.

f) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se

La fórmula<sup>92</sup> con la que se deja abierta esta enumeración puede jugar al mismo tiempo el papel de un bosquejo de definición de valor negociable. En ella se considera que un valor negociable debe ser: 1.º) un *derecho de contenido patrimonial*; 2.º) que, en virtud de su configuración jurídica y su régimen de transmisión, sea *susceptible de tráfico generalizado e impersonal* y 3.º) que ese tráfico tenga lugar *en un mercado de índole financiera*.

Con esta aportación del RD 291/1992 no queda todavía normativamente definido el ámbito objetivo del régimen de los valores anotados, pues éste no se refiere a los valores negociables en general, sino tan sólo a aquellos que estén agrupados en emisiones. Pero, mientras no se disponga de una definición normativa del concepto «emisión», deberemos movernos de modo intuitivo, puesto que la LMV nos deja al amparo de una guía tan inconcreta como «las prácticas actuales de numerosos mercados financieros», según señala en el párrafo 2.º de su Exposición de Motivos<sup>93</sup>.

### 3.2.2. AMBITO SUBJETIVO DE APLICACION

Son distintas las formas de vinculación subjetiva al régimen de los valores anotados en cuenta, pues hay sujetos que se encuentran vinculados con este régimen de forma originaria, mientras que otros lo están sólo de forma voluntaria<sup>94</sup>.

#### 3.2.2.1. Vinculación originaria.

De forma *originaria* se encuentran vinculadas las entidades que de alguna forma integran la estructura organizativa del mercado de valores. Su vinculación es clara, pues estas entidades han sido creadas por la propia LMV y en ella se establece en qué medida se ven afectadas por el régimen de los valores anotados

---

entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.

No se considerarán valores negociables:

- a) Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.
- b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.
- c) Las aportaciones al capital de sociedades cooperativas de cualquier clase.
- d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.
- e) Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorro».

92. Recogida en el primer inciso de la letra f) del art. 2.1 RD 291/1992.

93. Acerca de la agrupación en emisiones de los valores anotados, *vid. infra* IV.3.3.2.

94. En este epígrafe no es nuestro interés realizar un análisis ni de los sujetos que en él aparecen, ni de las funciones o actividades que desarrollan –sin que ello signifique que más abajo no se encuentre un lugar donde nos detengamos en el estudio de esas cuestiones–. Nuestro objetivo en este momento se restringe a delimitar el ámbito de aplicación del régimen jurídico de los valores anotados, para lo cual hemos adoptado la sistemática que nos parece más clara, conforme a la cual ha de entenderse que, una vez señalada la *razón fundamental* por la cual un sujeto se encuentra relacionado con este régimen, no nos parezca oportuno continuar señalando dentro del marco de este epígrafe todas y cada una de las relaciones de ese sujeto con el régimen que ahora *simplemente delimitamos*.



o, más bien, en qué medida el régimen de los valores anotados se relaciona con el régimen de estas entidades.

En el artículo 7 LMV aparecen distintas entidades que pueden ser encargadas del registro de anotaciones en cuenta, cuyo sometimiento a este régimen es evidente. Podemos distinguir las siguientes *entidades encargadas del registro de anotaciones*:

- *Sociedades y Agencias de Valores o de Valores y Bolsa*, que, por disposición del art. 7.2 LMV llevan el registro de valores cuando éstos están representados por medio de anotaciones y, sin embargo, no se encuentran admitidos a negociación en ningún mercado secundario oficial<sup>95</sup>.

- *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*, que asume la llevanza del registro contable de los valores admitidos o negociados en las Bolsas de Valores<sup>96</sup> –no en cualquier mercado secundario, sino, concretamente, en las Bolsas de Valores<sup>97</sup>–. Este registro puede llevarlo en exclusiva o de forma conjunta con sus *entidades adheridas* –que son las Sociedades y Agencias de Valores o de Valores y Bolsa, según establece el art. 71.1, h) LMV y las entidades enumeradas en el art. 76.2, a) LMV– y, en este caso, tiene el carácter de Registro Central<sup>98</sup>.

- La *Sociedad Rectora de una Bolsa* también puede llevar el registro contable de valores, cuando éstos son negociados únicamente en la Bolsa que esa Sociedad rige. Más concretamente, podemos decir que, cuando la Comunidad Autónoma en que radique la Bolsa de Valores tenga competencia en la materia, se dispondrá por la Comunidad que la Sociedad Rectora cree un *servicio* que será el que efectivamente lleve el registro contable de los valores en cuestión –además de la compensación y liquidación de las operaciones sobre ellos–<sup>99</sup>.

- La *Central de Anotaciones*, que lleva el registro de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública. La Central de Anotaciones ejerce esta función actuando, como registro central, junto con unas *Entidades Gestoras*<sup>100</sup>. Pueden adquirir la condición de entidades gestoras las Sociedades y Agencias de Valores<sup>101</sup>. También podrán ser entidades gestoras las Entidades Oficiales de Crédito, los Bancos, las Cajas de Ahorro, la Confederación Española de Cajas de Ahorro, la Caja Postal de Ahorros, las Cooperativas de Crédito y las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero, en los términos establecidos en los artículos 58.2 y 76.2, a), b) y c) LMV.

95. En el art. 71 LMV, que se ocupa del régimen de estas entidades, se vuelve a señalar, en su letra g), su competencia para la llevanza de estos registros.  
Vid. también art. 45.1 RD 116/1992.

96. Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1010.

97. Art. 7.3 LMV.

98. Arts. 7.3 LMV y 30 RD 116/1992.

99. Arts. 7.3 y 54.2 LMV y 30.3 RD 116/1992.

100. Arts. 7.4 y 56 LMV.

101. Arts. 58.2 y 71.1, e) LMV.

Otro sujeto afectado de forma directa por el régimen de los valores anotados es la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, entidad de Derecho público, con personalidad jurídica propia<sup>102</sup>, que tiene encomendada la *supervisión* y la *inspección* de los mercados de valores y de la actividad de las personas relacionadas con el tráfico de éstos, el ejercicio sobre ellas de la *potestad sancionadora* y otras funciones contempladas en la LMV<sup>103</sup>. La posición que ocupa la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las funciones que desarrolla no dejan lugar a dudas por cuanto se refiere a su vinculación con el régimen de los valores anotados en cuenta, pues, en gran medida, es la Comisión Nacional del Mercado de Valores quien permite que este régimen se lleve a cumplimiento<sup>104</sup>.

En general, todos los sujetos relacionados con la estructura organizativa de los mercados de valores están vinculados de forma directa con el régimen de los valores anotados, en la medida en que éstos se encuentran abocados a su negociación en esos mercados. Dentro de esta estructura podemos señalar la presencia de dos entidades cuya inclusión en este régimen todavía no hemos destacado: el *Sistema de Interconexión Bursátil*<sup>105</sup> y la *Sociedad de Bolsas*<sup>106</sup>.

Por este mismo cauce —la pertenencia o integración en la estructura organizativa de los mercados de valores— encontramos una nueva categoría de sujetos: los *titulares de cuentas a nombre propio* en la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones<sup>107</sup>. Sin embargo estos sujetos no amplían el ámbito subjetivo del régimen que delimitamos, pues los titulares de cuentas a nombre propio, en cuanto tales, no son sujetos con una naturaleza jurídica propia. Ser titular de cuentas a nombre propio es tan sólo una posición que es ocupada por sujetos que tienen su propia naturaleza jurídica. Por eso hemos preferido decir que los titulares de cuentas a nombre propio son una *categoría* de sujetos. Quienes pueden ocupar esa posición son las Sociedades de Valores y de Valores y Bolsa —que están facultadas por el art. 71, e) LMV para desarrollar esta actividad— y algunas de las entidades relacionadas en el Título VI de la LMV, como son las Entidades Oficiales de Crédito, los bancos, las cajas de ahorro —incluidas la Confe-

102. Art. 14 LMV.

103. Art. 13 LMV.

104. Las manifestaciones de lo que acabamos de señalar son muy numerosas. Entre las más importantes podemos destacar, por ejemplo, el depósito de la escritura pública necesaria para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta que toda entidad emisora deberá realizar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores —art. 6.1 y 2 LMV—; la inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable de una emisión de valores no negociados en mercados oficiales —art. 7.2 LMV—; la verificación de requisitos previa a la admisión a negociación en los mercados secundarios oficiales y la suspensión o exclusión de la negociación de los valores en dichos mercados, que es competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores —arts. 32, 33 y 34 LMV—; etc.

105. Art. 49 LMV.

106. Art. 50 LMV.

107. Arts. 56.5, 57.1 y 58.1 LMV.

deración Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros<sup>108</sup>, las cooperativas de crédito<sup>109</sup> y las sociedades mediadoras del mercado de dinero<sup>110</sup>.

### 3.2.2.2. Vinculación voluntaria.

Los sujetos incluidos *de forma voluntaria* en este ámbito son aquellos que sólo se encontrarán sometidos al régimen de los valores anotados después de realizar alguna de las actividades o asumir alguna de las funciones que en él se describen, mientras que, de otro modo, habrían permanecido al margen, sin poder considerarse sujetos afectados por este régimen.

Los *emisores de valores*, a los que en repetidas ocasiones hace referencia la LMV<sup>111</sup>, son uno de estos sujetos<sup>112</sup>. Igualmente los *suscriptores de valores* pueden considerarse incluidos en este ámbito. Estos son la muestra más clara de la amplitud que puede alcanzar el régimen de los valores anotados y, al mismo tiempo, son los sujetos que menor determinación tienen dentro de este sistema, sin que por ello dejen de ser titulares de obligaciones y derechos específicos<sup>113</sup>.

Los sujetos o entidades que aparecen en el Título VI de la LMV se encuentran también en una situación de vinculación voluntaria, ya que las facultades que en el artículo 76 LMV se les reconocen están contempladas con carácter potestativo<sup>114</sup>. Estos sujetos —algunos de los cuales ya hemos mencionado— son: las *Entidades Oficiales de Crédito*, los *bancos*, las *cajas de ahorro* —incluidas la *Confederación Española de Cajas de Ahorro* y la *Caja Postal de Ahorros*—, las *cooperativas de crédito*, las *sociedades mediadoras del mercado de dinero*, las *Sociedades Gestoras de Cartera* y los *Corredores de Comercio Colegiados*<sup>115</sup>.

108. Art. 76.2, a) LMV.

109. Art. 76.2, b) LMV.

110. Art. 76.2, c) LMV.

111. Vgr. arts. 5, 6, 7 y 9 LMV.

112. El art. 5 LMV nos ayuda a entender esta idea. En él se establece que los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. Hasta este momento una entidad emisora de valores —por ejemplo, una sociedad anónima que va a emitir acciones— tan sólo se encuentra indirectamente afectada por el régimen de los valores anotados. Desde el momento en que la entidad emisora decida representar sus valores por medio de anotaciones en cuenta pasará a estar sometida a este régimen, formando parte de su ámbito subjetivo.

113. En ocasiones su titularidad sobre esos derechos y obligaciones puede venir reconocida de modo explícito —como en el art. 8.2 LMV, en el que se lee: «los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones»—. Pero de modo implícito los suscriptores son los titulares de la mayor parte de los derechos que se establecen en este régimen.

114. Es cierto, por ejemplo, que los bancos pueden recibir órdenes de inversores y ejecutarlas o asegurar la suscripción de emisiones de valores —pues así se lo reconoce el art. 71 LMV, en sus letras a) y d), por remisión del art. 76, a) LMV—, en cuyo caso no cabe duda de su sometimiento al régimen de los valores anotados; pero, en ese caso, el ejercicio de esas facultades habrá sido una elección del banco, no un deber o función inherente a su naturaleza.

115. Arts. 76 a), b), c), d) y e) LMV.

## Los registros contables de valores anotados en cuenta

**SUMARIO.**—1. CONSIDERACIONES GENERALES.—1.1. Naturaleza jurídica y rasgos técnicos de los registros contables de valores.—1.1.1. Naturaleza jurídica de los registros contables de valores.—1.1.2. Rasgos técnicos de los registros contables de valores.—1.1.2.1. El recurso a la informática como medio técnico para la llevanza de los registros contables de valores.—1.1.2.2. Configuración contable de los registros de valores anotados.—1.2. Publicidad material y publicidad formal en los registros contables de valores.—2. ORGANIZACION DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES Y ENTIDADES ENCARGADAS DE LA LLEVANZA DE ESTOS REGISTROS.—2.1. Registros de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.—2.2. Registros de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.—2.2.1. Registro de valores admitidos a cotización en Bolsa.—2.2.1.1. Estructura de doble escalón del registro de valores admitidos a cotización en Bolsa.—2.2.1.1.1. El Registro Central.—2.2.1.1.2. Las Entidades adheridas.—2.2.1.1.2.1. Entidades que pueden adquirir la condición de Entidad adherida.—2.2.1.1.2.2. Pérdida y suspensión de la condición de Entidad adherida.—2.2.1.2. Organización interna del registro de valores admitidos a cotización en Bolsa.—2.2.2. Registro de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.—3. RESPONSABILIDAD DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES.—3.1. Régimen de responsabilidad civil objetiva.—3.1.1. Circunstancias en las que se hace efectiva la responsabilidad civil de las Entidades encargadas.—3.1.2. Indemnización.—3.2. Sometimiento de las Entidades encargadas a un régimen de responsabilidad administrativa.

### 1. CONSIDERACIONES GENERALES

En este punto de nuestro estudio es conveniente que nos detenengamos para examinar algunos aspectos, relacionados con los registros de valores anotados, necesarios para continuar con el análisis del régimen de estos valores.

La componente de Derecho registral es esencial en el régimen de los valores anotados. Esta idea se hace evidente al comprobar la posición —central— que los registros ocupan dentro de dicho régimen. La constitución de los valores, su transmisión, la legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de los valores,

la constitución de derechos reales limitados, deben realizarse ahora por medio de los registros y conforme a los principios del Derecho registral<sup>1</sup>.

## 1.1. Naturaleza jurídica y rasgos técnicos de los registros contables de valores.

### 1.1.1. NATURALEZA JURIDICA DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

La eficacia material o sustantiva –tanto *inter partes* como *erga omnes*– que tiene la inscripción de un hecho en los registros de valores anotados nos permite afirmar que han sido configurados como *registros de «seguridad jurídica»*<sup>2</sup> –quedando así excluida la posibilidad de calificarlos como registros administrativos<sup>3</sup>–; si bien esta calificación debe hacerse pasando por alto ciertas peculiaridades:

- En primer lugar, que el gestor del registro no es un funcionario público, sino una sociedad mercantil<sup>4</sup>; aunque esta circunstancia puede ser salvada entendiendo que se trata de un supuesto de participación del administrado por delegación de funciones públicas<sup>5</sup>.
- En segundo lugar, porque no puede afirmarse con firmeza que los asientos y certificados expedidos por estos registros estén revestidos de carácter público.

1. PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1012) observa cómo, «al desaparecer la documentación tangible de los títulos, pasa a primer término el “registro contable” de los valores».
2. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 382. Otra alternativa, que sería calificarlos como *registros administrativos o de «información administrativa»*, resulta improcedente, pues las funciones encomendadas a los registros de valores anotados van más allá del mero archivo y comunicación de datos para la actuación de la Administración –aunque, en ocasiones, sí que deban asumir esa misión, como es el caso de la obligación prescrita por el art. 109 LMV, según la cual deben comunicar a la Administración tributaria cualquier operación de emisión, suscripción y transmisión de valores en la que intervengan– (vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1219; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignorción», en AC, 1992, núm. 10, pgs. 114 y 115; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 37).  
ÁNGULO RODRÍGUEZ (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 276) afirma que el registro de valores anotados «es un registro jurídico y no administrativo, en interés del titular inscrito más que de terceros, ya que no se contempla ningún sistema de publicidad formal que permita a éstos conocer el contenido de tal registro». Y continúa «sin embargo ese interés del titular no impide que el registro pueda utilizarse en su contra en actuaciones judiciales o tributarias, a través de la obligación del auxilio judicial o del deber de colaboración con la Hacienda pública».
3. La finalidad principal de estos registros no es la publicidad formal de los datos inscritos, sino su archivo para el uso de la Administración en el desarrollo de sus funciones (vid. AMORÓS GUARDIOLA, M., «Los registros jurídicos de bienes en Derecho español», en *II Congreso Internacional de Derecho Registral, Principios y desarrollo legislativo de los registros jurídicos de bienes*, Madrid, 1973, pgs. 759 y 760).
4. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 37.
5. Así lo establece, por ejemplo, el art. 6.4 RD 505/1987 con relación a las Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, constituyéndolas como «delegadas del Tesoro» (cfr. ÁNGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 284).

• En tercer lugar, porque la oponibilidad frente a terceros del contenido del registro<sup>6</sup>, encuentra en éste el apoyo de la *publicidad material*, pero no se ve asistida por una sólida *publicidad formal* que igualmente debiera ofrecer el registro para que la oponibilidad sea plenamente consistente<sup>7</sup>.

El objeto inscribible –los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta– nos permite ampliar la calificación jurídica de estos registros, encuadrándolos entre los registros de bienes<sup>8</sup>. Detallar más todavía su naturaleza jurídica empieza a ser una cuestión conflictiva. Nuestra opinión en este punto es que los registros de valores anotados son registros de *bienes inmateriales* con un funcionamiento muy similar a los de bienes muebles. Es de nuevo la naturaleza del objeto inscribible la que nos lleva a esta conclusión, pues los valores negociables son *incorporales*, no pueden ser catalogados como bienes muebles o como cosas, ni siquiera por analogía<sup>9</sup>.

Hecha la calificación de estos registros como registros de bienes, es preciso, sin embargo, advertir que los registros de valores anotados carecen de alguna de las características genéricas de aquéllos. Una de ellas ya la hemos destacado y es que el gestor no es un funcionario público<sup>10</sup>. Además el registro de valores anotados no sigue el principio de *folio real*<sup>11</sup>. Pero las principales divergencias de este registro

6. Arts. 9.2, 10.2 LMV, 12.2 y 13.2 RD 116/1992.

7. Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1219; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pgs. 114 y 115.

8. SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 46) califica este registro como un «registro de bienes –o de derechos sobre determinados bienes–» y lo identifica, en cuanto a su naturaleza, con el Registro de la Propiedad; cfr. también FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1219.

9. Art. 336 CC.

FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1216, nota 3), teniendo estos argumentos en la mano y citando el *II Congreso Internacional de Derecho Registral* –en el que se conceptúa los valores como bienes inmateriales–, prefiere, sin embargo, definir los registros de anotaciones como registros «de bienes muebles por razón de claridad y de simplicidad expositiva por oposición a los registros de personas y, dentro de los de bienes, por oposición al Registro de la Propiedad».

10. RECALDE CASTELLS (en «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad», en *RDBB*, 1993, núm. 50, pgs. 393 y 394) le resta importancia a esta diferencia observando que el registro de valores anotados es sometido a controles tan rigurosos en su llevanza –*vid.* arts. 33 y 72 RD 116/1992– que puede gozar de una confianza similar a la de los registros públicos.

11. Por el contrario, FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1219) observa que el registro de valores anotados sigue el llamado sistema de *folio real*, pues «se publican titularidades reales sobre valores mediante anotación (asiento contable) [en] la cuenta abierta al titular» (así MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 115). Pero parece más acertada la opinión de RECALDE CASTELLS (en «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 394, nota 89): primero describe el sistema de folio real como aquel que «hace referencia a una ordenación del registro en que cada folio separado tiene por objeto un bien y los derechos sobre el mismo» (remite este autor a LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F., *Elementos de Derecho civil. III bis. Derecho inmobiliario registral*. 2.ª ed., Barcelona, 1984, pg. 15; Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial II*, Madrid, 1983, pg. 265) y, en función de esta descripción del sistema de folio real, concluye que «la negativa a la vigencia del principio de «folio real» es obvia con relación a los valores que se hallan admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, puesto que en este caso las entidades adheridas llevan registros desglosados por dientes o titulares de valores –*v.* art. 31.2 RD 116/1992; mientras que las cuentas que se llevan en el Registro Central del SCLV indican los saldos de

con sus inspiradores vienen dadas por el modo en que ha sido perfilada su publicidad y especialmente por el descuido, casi total, de la publicidad formal del registro<sup>12</sup>.

Continuando con los aspectos formales, podemos decir que el registro de valores anotados es un *registro de inscripción*, pues basta con la anotación de los datos esenciales que afectan a la mutación jurídico-real, sin que sea preciso copiar íntegramente el documento en el que encuentra su causa la constitución del valor, su transmisión o la constitución de un derecho real sobre él<sup>13</sup>.

Es también el registro de valores anotados un *registro completo o pleno*, por cuanto que en él se inscriben todas las incidencias que afectan a los valores: no sólo su constitución, sino también las sucesivas transmisiones y la constitución de derechos reales limitados o gravámenes. Ampliando esta función del registro –y por aplicación supletoria de la legislación hipotecaria– sería deseable que también se inscribiesen en el registro derechos personales –como el arrendamiento de los valores o la opción–; u otras situaciones que puedan afectar a los valores y pueda quedar constancia de ellas en anotación preventiva –como el embargo de valores–; o las prohibiciones y limitaciones a la transmisión de los valores<sup>14</sup>.

#### 1.1.2. RASGOS TECNICOS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

También merecen ser comentadas algunas notas que definen estos registros desde el punto de vista técnico. Concretamente su dimensión contable y el recurso a la informática para la llevanza del registro.

##### 1.1.2.1. *El recurso a la informática como medio técnico para la llevanza de los registros contables de valores.*

La llevanza informática de los registros de valores anotados ha causado un efecto deslumbrador en algunos sectores de la doctrina, que han acogido este hecho confiriéndole, quizá, una relevancia mayor de la que merece. Es cierto que la herramienta informática –frente a su alternativa, que son los libros de papel– supone una gran ventaja a la hora de agilizar el registro de los valores. Incluso, a la hora de verificar las transmisiones de valores, la informática supone no tan sólo

---

que sea titular cada entidad adherida y el saldo *global* de los valores que esta tenga registrados a nombre de terceros, art. 31.1 RD 116/1992–» (*op. cit.*, pg. 384, nota 89). Admite la posibilidad de que el registro sea llevado conforme a la técnica de *folio real* cuando los valores no están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, pero lo desaconseja, pues, «dada la naturaleza fungible de los valores –art. 17 RD 116/1992– resulta mucho más sencillo que las cuentas sean personales» (*op. cit.*, pg. 384, nota 89).

12. En el epígrafe siguiente nos ocuparemos del análisis de la publicidad del registro de valores anotados.
13. FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1219) detalla que bastará con inscribir el nombre del emisor, identificación del titular, capital o importe representado, fecha de la expedición, etc.; en el mismo sentido, MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 115.
14. Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1220; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 28.

una ventaja, sino un medio insustituible, que ha permitido que el sistema de anotaciones en cuenta devuelva al tráfico sobre valores la seguridad y la celeridad que, en su momento, habían venido de la mano de los títulos. Pero, más allá de estos aspectos operativos –de innegable importancia–, el papel de la informática en el sistema de valores anotados no tiene más relevancia. Es innecesario introducir la informática en otros ámbitos del régimen de los valores anotados como si se tratara de un elemento esencial en la concepción jurídica de éstos<sup>15</sup>.

La llevanza de los registros es la sede en la que corresponde hablar de la relación entre informática y anotaciones en cuenta. Pero ni siquiera en este marco se puede predicar la consagración del carácter informático de los registros de valores anotados<sup>16</sup>.

#### 1.1.2.2. Configuración contable de los registros de valores anotados.

El otro rasgo técnico de estos registros es su configuración contable<sup>17</sup>. Esta característica sí que es ineludible en la concepción de los registros de valores anotados y tiene también como finalidad facilitar la celeridad y la seguridad en el tráfico de los valores negociables<sup>18</sup>. El propio término valores anotados en *cuenta* es una mención explícita a la naturaleza contable de estos registros. Tanto la LMV como el RD 116/1992 acuden a la expresión «registro contable» para referirse a ellos<sup>19</sup>. La estructura contable de los registros de valores anotados trasciende cuando la LMV o el RD 116/1992 hacen referencia a las *cuentas* en que se inscriban los valores<sup>20</sup>, a los *saldos* de valores que corresponden a cada titular –por ejemplo, el art. 55 RD 116/1992 habla de compensación multilateral de los saldos acreedores y deudores de valores– o a la *transferencia contable* de valores<sup>21</sup>.

15. Concretamente, no compartimos la opinión de los que incluyen la informática entre los elementos descriptivos de la *naturaleza jurídica* de los valores anotados.

*Vid. infra* nuestra opinión en IV.4.1.

16. SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 35) observa que «esta contextura informática más que ser objeto de una directa o explícita formulación, puede decirse que está en la base del sistema». Y, haciendo referencia a los arts. 24 y 47.2, añade que, no obstante, hay alguna ocasión en que expresamente se manifiesta el RD 116/1992 sobre el uso de la informática.

17. *Vid. infra* V.3.

18. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, 15.ª ed., Madrid, 1991, pg. 380.

19. *Vid.*, entre otros, arts. 6, 7, 8, 9, 11, 12, 71.1, g) LMV y 3, 4, 6, 7, 8, 11, 12, 14, 15... RD 116/1992.

Es innecesario continuar con la enumeración –extensísima– de los artículos en los que se hace uso de la expresión *registro contable*.

Por lo demás, parece que el RD 116/1992 ha tipificado esta expresión para designar los registros en cuestión, que son una pieza clave del sistema de anotaciones en cuenta. El término es válido por cuanto tiene de conciso y porque singulariza y distingue los registros que pretende identificar. Pero entendemos que no puede prescindir de un contexto si realmente quiere ser definitorio de la realidad a la que se refiere, por lo que, en ocasiones, puede resultar acertado acudir a otras expresiones, como *registro de valores anotados* o *registro contable de valores*.

20. Art. 56 LMV.

21. Art. 9 LMV.

Un artículo especialmente representativo del carácter contable de estos registros –citado por SANTOS MARTÍNEZ en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 36– es el 31.4 RD 116/1992, en el que, con relación al registro contable de valores admitidos a negociación en mercados secundarios



## 1.2. El principio de publicidad en los registros contables de valores.

La publicidad material y la publicidad formal son dos componentes de un mismo fenómeno. Los registros de valores anotados están dotados de publicidad material y se pretende que, igualmente, se encuentren revestidos de publicidad formal<sup>22</sup>. Sin embargo, esta segunda pretensión tan sólo se ha alcanzado de forma parcial, con lo que los terceros quedan en una relativa situación de desamparo; pues, por un lado, se ven afectados por el rigor que impone la publicidad material del registro, pero, por otro, no están asistidos de todos los medios necesarios para conocer su contenido<sup>23</sup>.

### 1.2.1. PUBLICIDAD MATERIAL DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

El principio de *publicidad material* supone que una vez inscrito en el registro un hecho relacionado con los valores éste se entiende que es conocido de todos los terceros; al tiempo que los hechos no inscritos no pueden suponerse conocidos por el tercero, quien se encuentra libre de las consecuencias de su ignorancia<sup>24</sup>. Se distingue entre un *aspecto negativo* y un *aspecto positivo* de la publicidad material<sup>25</sup>:

- no se puede oponer al tercero un hecho que no conste inscrito en el registro, pues lo no inscrito no le perjudica y, en consecuencia, *no necesita* invocar su ignorancia –*aspecto negativo de la publicidad*–;
- mientras que lo inscrito en el registro le perjudica, aunque de hecho lo ignore, y por ello *no puede* invocar su ignorancia –*aspecto positivo de la publicidad*–<sup>26</sup>.

---

oficiales, se dispone que «las inscripciones y cancelaciones en los registros contables a que se refieren los números anteriores se producirán en virtud del *abono* o *adeudo* en la cuenta respectiva».

El art. 37.1 RD 116/1992, refiriéndose a la inscripción de transmisiones derivadas de operaciones bursátiles, establece que «el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores *abonará* los valores y practicará el correlativo *adeudo* en las cuentas de las correspondientes Entidades adheridas».

22. MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», en *DN*, Tomo 1990-1991, pg. 94), por el contrario, afirma que «el registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta no es público». A la vista del defectuoso diseño de la publicidad formal de este registro, no le faltan motivos a este Autor para hacer esa afirmación. Pero no nos parece conveniente mantener esa opinión. Negar la publicidad del registro de valores anotados, mientras que el régimen de estos valores reconoce la publicidad material de las anotaciones en cuenta, supone admitir el establecimiento de una situación de desamparo para los terceros que se relacionan con el titular de valores anotados.
23. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 383) comenta la situación paradójica que se crea cuando «los asientos contables tienen efectos importantes frente a terceros y, sin embargo, los terceros no tienen acceso al registro, no pueden conocer su contenido»; –y concluye– «se producen, en otras palabras, los efectos propios de la publicidad material sin que exista publicidad formal».
24. *Vid.* GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Curso...*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 709, hablando sobre la publicidad material del Registro mercantil.
25. *Vid.*, con más indicaciones, PAU PEDRÓN, A., «Publicidad del Registro Mercantil», en *VV AA*, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, *cit.*, pgs. 5394 y ss.
26. *Vid.* GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Curso...*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pgs. 709 a 712; PAU PEDRÓN, A., «Publicidad del Registro Mercantil», en *VV AA*, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, *cit.*, pg. 5395.

Las distintas manifestaciones o concreciones del principio de publicidad material encuentran un claro reflejo en el sistema de anotaciones en cuenta. En los artículos 11 LMV y 15 RD 116/1992 tiene su expresión el *principio de legitimación*: en ellos se dispone que «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; además el artículo 11 LMV presume, en beneficio del titular inscrito, la exactitud de los asientos contables salvo prueba en contrario<sup>27</sup>. Vuelve a manifestarse el principio de publicidad, en su aspecto positivo, en el enunciado de los artículos 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992, cuando establece que «la transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción». Ha de entenderse que también se encuentra presente en el sistema de anotaciones el aspecto negativo de la publicidad material, pues, aunque no se llegue a enunciar explícitamente, es fácil deducirlo de la lectura *a sensu contrario* de alguno de los artículos integradores de su régimen<sup>28</sup>.

El *principio de fe pública registral* es contemplado en los artículos 9.3 LMV y 12.3 RD 116/1992, en los que se consagra la irreivindicabilidad 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<sup>29</sup>.

#### 1.2.2. PUBLICIDAD FORMAL DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

Los postulados de la publicidad material quedan vacíos de sentido o faltos de fuerza si no existe una *publicidad formal*, un medio para dar a conocer a los terceros los datos que son inscritos en el registro. Es probable que existiese en el legislador una cierta aprensión hacia cualquier forma de *representación* documental de los valores, temiendo el riesgo de una posible cartularización de los valores anotados. Prueba de esta actitud serían los preceptos relativos a los certificados de legitimación<sup>30</sup>, en los que se pretende evitar a toda costa su cristalización en un título-valor del estilo de los certificados de depósito. Pero quizá esta cautela ha determinado que en el sistema de anotaciones en cuenta la publicidad formal de los registros de valores haya quedado desasistida.

Comparando el registro de valores anotados con otros registros de tutela del tráfico en los que éste ha encontrado inspiración –como el Registro de la Propiedad Inmobiliaria–, se aprecia que la publicidad formal en el registro de valores

27. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 382.

28. Si los arts. 8 LMV y 11 RD 116/1992 disponen que los valores «se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable», podemos concluir que, cancelado el asiento, el derecho ha de entenderse extinguido –art. 97 LH– (*vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1223); igualmente, de la lectura *a sensu contrario* del art. 9.2 LMV podemos deducir que mientras no se haya practicado la inscripción la transmisión de valores anotados no será oponible a terceros; etc.

29. Correlato en el sistema de anotaciones en cuenta del principio recogido en el art. 34 LH.

30. *Vid.* arts. 12 LMV y 18 a 21 RD 116/1992, que tendremos ocasión de analizar más abajo (*vid. infra* VII.2).

anotados carece de los instrumentos necesarios para hacerse valer<sup>31</sup>. El sistema hipotecario dispone que los Registros serán públicos para cuantos tengan un *interés conocido* en averiguar su contenido<sup>32</sup> y establece una serie de medidas para hacer efectiva esa publicidad.

La lectura del Título VIII de la LH y del RH —en ambas disposiciones se abre bajo la rúbrica «De la publicidad de los Registros»— ayuda a evidenciar el descuido con que esta materia ha sido tratada por la LMV y sus normas de desarrollo<sup>33</sup>. Descuido que va en detrimento de la seguridad del tráfico y de los derechos del tercero implicado en una relación sobre valores anotados. La normativa hipotecaria —frente a la parquedad de la normativa sobre anotaciones en cuenta— se ocupa en detallar:

- Quiénes están facultados para consultar el Registro conforme al consagrado criterio del «*interés conocido*»<sup>34</sup>.
- Cuáles son los medios para acceder al conocimiento del contenido del Registro: exhibición de los libros, emisión de notas simples —contemplados, bajo la fórmula «*manifestaciones*»<sup>35</sup>— y expedición de certificaciones<sup>36</sup>.
- Clases de certificaciones: en función de su contenido<sup>37</sup>; en función del período de tiempo al que hacen referencia<sup>38</sup>; distinguiendo entre certificaciones literales o certificaciones en relación<sup>39</sup>; certificaciones especiales<sup>40</sup>.
- Responsabilidad del Registrador en el caso de que haya divergencias entre la certificación y el asiento de su referencia<sup>41</sup>.
- Recurso para exigir responsabilidad al Registrador cuando incumpla o se demore en su obligación de expedir la certificación<sup>42</sup>.

- 
31. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 395; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1224. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 382), con expresión tajante, denuncia «la absoluta ausencia de un sistema de *publicidad formal*». También llega a afirmar que «los registros de valores anotados no son (...) registros públicos» (*op. cit.*, pg. 383); en el mismo sentido, MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 94.
32. Arts. 221 LH y 607 CC.
33. FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1224) observa cómo «no parece preocupar al legislador ni el interés legítimo de quienes puedan desear conocer el contenido del Registro, ni los instrumentos o medios de publicidad, ni la forma o plazos para hacerla efectiva».
34. Arts. 221, 222 y 227 LH.  
El principio del «*interés conocido*» constituye una cierta restricción o limitación de las personas que pueden acudir al Registro para consultar su contenido. En cierta medida, la publicidad del Registro no es absoluta —y en ello se manifiesta también que el Registro tiene como función la *protección del tráfico jurídico*—. Si bien, con buen criterio, la práctica registral es flexible al interpretar este criterio para reconocer el acceso al contenido del registro de la propiedad (cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 395, nota 92).
35. Arts. 222 LH y 332 a 334 RH.
36. Arts. 223 y ss. LH y 335 y ss. RH.
37. Arts. 223 LH y 337 a 340 RH.
38. Arts. 224 LH y 336 RH.
39. Arts. 232 LH y 336 RH.
40. Arts. 354 y 355 RH.
41. Art. 226 LH.
42. Arts. 228, 237 LH y 333 RH.

- Plazo de tiempo de que dispone el Registrador para expedir la certificación<sup>43</sup>.
- Etcétera.

Esta riqueza de medios con que cuenta el sistema hipotecario hace sentir más viva la necesidad de dotar al registro de valores anotados de algún mecanismo que permita la consulta de su contenido. Los terceros no disponen de un conducto para acceder al conocimiento del contenido del registro contable de anotaciones, pues el único medio existente –los certificados– está reservado para los titulares de los valores<sup>44</sup>. Mientras no se amplíe el cauce de acceso al contenido del registro de valores anotados, tan sólo de un modo impreciso podrá decirse que este registro se encuentra revestido de publicidad formal.

En ocasiones la LMV dispone que debe cuidarse que haya información pública de todo lo relativo a la negociación de valores<sup>45</sup>. Pero en esas ocasiones la Ley se está refiriendo a la *publicidad del mercado*, a la transparencia del mercado, y no a la *publicidad formal del registro*, que ahora comentamos. La publicidad o transparencia del mercado presta atención a cuestiones como la identidad del valor, la cuantía, el precio y el momento de perfección de cada una de las operaciones, que interesan más por su trascendencia económica que por aquella jurídica. La publicidad formal del registro se centra sobre cuestiones –como pueden ser la titularidad de los valores o la constitución de derechos reales limitados sobre ellos– de relevancia fundamentalmente jurídica.

No está de más –más bien al contrario– cualquier esfuerzo que vaya orientado a facilitar la publicidad formal del registro de valores anotados, pues en el sistema de anotaciones en cuenta la publicidad formal cumple la misma función que desempeña la posesión en el sistema de títulos-valores: constituye el supuesto de hecho apariencial que fundamenta la inoponibilidad de excepciones personales o la adquisición *a non domino*.

En la situación actual el modo habitual de conocer el contenido del registro es que el propio titular muestre un certificado de legitimación expedido al efecto. Debieran incluirse en el sistema de anotaciones en cuenta medios similares a las *manifestaciones* del sistema inmobiliario registral. Podría introducirse un medio de consulta del registro de valores anotados similar a la *nota simple* e, incluso, también

43. Art. 236 LH.

44. El art. 19 RD 116/1992 establece que «los certificados sólo serán expedidos a solicitud del titular de los valores o derechos».

Además ha de tenerse claro que los certificados previstos por el art. 12 LMV son una figura distinta de las certificaciones expedidas por el Registrador de la Propiedad. Aquéllos son un *instrumento de legitimación* para el ejercicio de los derechos derivados de los valores, que se expide tan sólo a *solicitud de su titular* –arts. 12 LMV y 18 y ss. RD 116/1992–. Las certificaciones del sistema hipotecario, sin embargo, son una *prueba fehaciente del contenido del Registro*, expedidas a *solicitud de quienes tengan un interés conocido sobre éste* –arts. 221 y 227 LH (cfr. RECALDE CASTELIS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 395, nota 94; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1224; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 383).

45. *Vid.* FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2667.

cabría dotar a los registros de un medio equivalente a la *exhibición de libros*<sup>46</sup>. La *exhibición de libros* debería adaptarse al modo de llevanza del registro de valores anotados, que habitualmente será por medios informáticos. Las Entidades encargadas de la llevanza de los registros de valores podrían tener pantallas de consulta a disposición de aquellos que muestren un *interés conocido* sobre la titularidad o situación de determinados valores<sup>47</sup>.

En este punto se hace preciso aclarar quién puede estar facultado para conocer la información contenida en el registro, pues no es deseable que cualquier persona pueda hacerlo, ni que quien lo haga pueda consultar toda la información. Concretamente, en el caso de que los valores anotados sean acciones de sociedad anónima, puede ser que el interés social exija mantener en secreto la estructura y titularidades del tejido accionarial<sup>48</sup>. Por ello sólo podrán consultar el registro de valores anotados quienes efectivamente tengan un *interés conocido* —el que vaya a adquirir de otro valores anotados, el que los reciba en prenda, etc.— y sólo se les permitirá consultar los datos que les sean necesarios.

Cuando, por ejemplo, el que va a adquirir valores anotados quiere saber si el transmitente *«sí es titular»* o con comunicarle que *«no es titular»*, pero, en este segundo caso, no será preciso facilitarle la identidad del verdadero titular de los valores por los que preguntó.

De este modo no será necesario desvelar el secreto del registro ni en su totalidad, ni tan siquiera en la parte que supuestamente afectaba al interesado en la consulta<sup>49</sup>.

46. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pgs. 393 y 394. Resultan acertadas las sugerencias de este autor (*op. cit.*, pgs. 396 y 397 y nota 97), proponiendo formas alternativas de acceder al contenido del registro y, por consiguiente, de ampliar su publicidad formal. Considera RECALDE CASTELLS la conveniencia de establecer un procedimiento similar a la *nota «simple informativa»* existente en el Registro de la Propiedad inmobiliaria. Propone también que los interesados puedan consultar directamente el registro y, ante la imposibilidad de manifestar mediante *«exhibición»* los libros —pues la llevanza del registro se hace por medios informáticos—, plantea que las Entidades encargadas de la llevanza de los registros pongan a disposición de los clientes «máquinas» «lectoras» de la información registrada (*vid.*, sobre esta materia, las disposiciones de los arts. 222 LH y 332 y ss. RH, en los que se habla de la «manifestación del Registro [...] mediante *exhibición* de los libros o por *nota simple informativa»* —art. 332 RH—).  
Explicita este Autor la necesidad de establecer rigurosas medidas de seguridad, para evitar la alteración o manipulación de los registros cuando fuesen consultados por estos medios.
47. No es ésta una propuesta radicalmente nueva, pues contamos con la experiencia en el ámbito bancario de los cajeros automáticos, a través de los cuales no tan sólo se puede consultar el estado de una cuenta, sino también hacer disposiciones de efectivo, lo cual va mucho más allá de lo que estamos proponiendo.
48. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 397.
49. RECALDE CASTELLS (en «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 397) hace notar la diferencia en este aspecto entre el Registro de la Propiedad y el registro de valores anotados, pues al contrario «de lo que ocurre con relación a las fincas, en donde el interesado en una adquisición lo está en conocer *quién es el titular* de la finca que se pretende adquirir —o las cargas o gravámenes que sobre ella recaen—, en el caso de valores fungibles la protección del tráfico sólo reclama que el adquirente pueda conocer si el que pretende transmitirle determinados valores *es titular* de los mismos» (los subrayados son nuestros).

## 2. ORGANIZACION DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES Y ENTIDADES ENCARGADAS DE LA LLEVANZA DE ESTOS REGISTROS

La organización de los registros de valores anotados viene determinada, principalmente, por el régimen de negociación de los valores inscritos<sup>50</sup>. Cuando los valores inscritos no son negociados en un mercado secundario oficial, la organización del registro es sencilla, pues bastará con que el emisor de los valores acuda a una entidad facultada para la llevanza del registro contable de valores anotados y ésta se hará cargo del registro de la emisión. Si los valores son admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, será preciso seguir un sistema de *doble escalón* en el que existe un Registro Central y otros registros adheridos a éste. Pero, en todo caso, la organización de los registros de valores anotados ha sido diseñada con más flexibilidad que la de otros registros, como pueden ser el Registro de la Propiedad, el Registro de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin desplazamiento de posesión o el Registro Mercantil<sup>51</sup>.

En el artículo 7 LMV se contienen las líneas fundamentales de la organización de los registros de valores anotados<sup>52</sup>. El desarrollo de estas líneas se encuentra en el RD 116/1992 –tanto para los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, como para los valores admitidos a negociación– y en el RD

50. Con expresión, a nuestro entender, no del todo precisa PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1012) recoge esta idea, afirmando que «la llevanza de este registro corresponde a distintas instituciones según la categoría de los *títulos* afectados» –entendemos que imprecisa porque no son *títulos* sino *valores anotados* los que se ven afectados por el registro contable–.

En este epígrafe intentaremos ver la estructura organizativa de estos registros. Sirva como avance la clasificación que hace FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1216, nota 2):

«1. Valores no admitidos a negociación en Mercados oficiales, en cuyo caso la llevanza del registro se encomienda a sociedades y agencias de valores autorizadas.

2. Valores admitidos a negociación en Bolsas de valores: la llevanza se encomienda al Servicio de Compensación y liquidación de valores (una sociedad anónima especial que regula el art. 54 de la Ley).

3. Anotaciones en cuenta de deuda pública: la llevanza se encomienda conjuntamente, como hasta ahora, a la Central de Anotaciones –un servicio del Banco de España que actúa como organismo rector del sistema– y a las entidades gestoras (arts. 55 y ss. de la Ley)».

*Vid.* también ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, pgs. 335 y ss.

51. Por ejemplo, contrastan con el régimen de los registros de valores anotados las disposiciones del RRM sobre la organización de este registro: en el art. 1 RRM se establece que, en todo caso, la organización del Registro estará «integrada por los Registros Mercantiles territoriales y por el Registro Mercantil Central» –como hemos visto, esto no ocurre en el caso de los registros de valores anotados cuando éstos no son negociados en un mercado secundario oficial–; las exigencias del art. 16 RRM sobre capitalidad y circunscripción de los Registros son inexistentes en el régimen de los valores anotados; tampoco hallamos correspondencia en el sistema de anotaciones en cuenta a los términos y el rigor de los arts. 17 a 20 RRM sobre cambios de domicilio y competencia registral; etc.

52. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., *Negocios sobre derechos no incorporados...*, *cit.*, pg. 314; PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., *Valores representados mediante anotaciones en cuenta* (manuscrito), 1997, pgs. 6 y ss.; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 29.

505/1987 –para el supuesto específico de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones<sup>53</sup>–.

Antes de seguir adelante, es conveniente hacer una precisión terminológica. En el sistema de doble escalón la llevanza del registro es asumida por distintas Entidades. Veremos que el SCLV asume la llevanza del Registro Central de los valores admitidos a negociación en Bolsa, mientras que otras Entidades llevan los registros de detalle. En ocasiones, el legislador se refiere al SCLV designándolo como *Entidad encargada* del registro de valores y lo distingue de las demás Entidades refiriéndose a éstas como *Entidades adheridas* al Servicio. Cuando sea preciso, será válido dar ese sentido estricto al término *Entidad encargada* para identificar con él al SCLV, pero siempre y cuando no se olvide que las Entidades adheridas, en sentido amplio, también pueden ser denominadas con corrección *Entidades encargadas* de la llevanza del registro contable de valores anotados. *Entidades encargadas* del registro de valores anotados lo son tanto el SCLV, como las Entidades adheridas<sup>54</sup>.

## 2.1. Registros de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

Antes de nada, cabe preguntarse por el sentido que pueda tener la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta cuando éstos no van a ser negociados en un mercado secundario oficial. A primera vista puede parecer una incongruencia acudir a esta forma de representación si los valores no van a ser negociados –y máxime cuando se trate de acciones, valor transmisible por naturaleza<sup>55</sup>–, ya que el sistema de anotaciones en cuenta tiene como finalidad facilitar la circulación de los valores. Pero, en un análisis más detenido, son varias las razones que justifican la anotación en cuenta de estos valores. En primer lugar, porque los valores en cuestión pueden ser negociados en mercados organizados distintos de los oficiales<sup>56</sup>. Además, el registro o anotación contable de los valores es una forma de trasladar a un tercero comisionista –la Entidad encargada del registro– la lle-

53. El RD 116/1992 es tan sólo supletorio del RD 505/1987, que, modificado por el RD 1009/1991, de 21 junio, sigue vigente como desarrollo reglamentario del Mercado de Deuda Pública anotada.

54. Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 30 y 31. Este autor cita los arts. 19.1, 21.1, 23, 24.1, 25.1 y 27.1 RD 116/1992 como algunos de los lugares en los que el término «Entidad encargada» es usado en su sentido estricto, diferenciador del SCLV frente a las Entidades adheridas. Así mismo, cita los arts. 26.1, 31, núms. 1 y 2, 32.1, 33, 34.2, 36.1, 37, 38, 40, 41 (artículo, relativo a las transferencias de valores entre Entidades adheridas, que este Autor destaca como especialmente representativo al respecto) y 42 RD 116/1992 como ocasiones en los que el término «Entidad adherida» aparece empleado como distintivo frente al SCLV.

Y, por otro lado, remite al art. 30 RD 116/1992, donde tanto el SCLV como las Entidades adheridas son comprendidos dentro de la categoría de Entidades encargadas del registro contable –esta vez empleando el término en sentido amplio–. Con el mismo fin, hace referencia este Autor a las normas del Consejo Superior Bancario, en las que se alude a la Entidad adherida como «encargada de la llevanza del registro de detalle».

55. Vid. art. 63.2 LSA en el que se declaran «nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción».

56. Vid. art. 54 RD 116/1992.

vanza de la gestión y control de los valores, evitándose esta labor la Entidad emisora. Por otro lado, la necesaria nominatividad de los valores anotados permite al emisor conocer en todo momento la identidad de los titulares y, en el caso de las acciones, evita a la sociedad tener que llevar el libro registro de acciones nominativas<sup>57</sup>.

\* \* \*

La llevanza del registro contable de los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales sigue un sistema de *Entidad única*, porque el escaso volumen de negociación que habitualmente tienen estos valores no exige articular un sistema más complejo<sup>58</sup>. Es innecesario mantener los costes económicos y organizativos que se desprenden del sistema de doble escalón<sup>59</sup>. Se procede conforme a un sistema de escalón único<sup>60</sup>.

Una situación especial, a la que ya hemos hecho referencia, viene constituida por los valores negociados en mercados secundarios organizados –figura distinta de los mercados secundarios oficiales–. En este caso, las Entidades financieras que ostenten la condición de miembro de uno de estos mercados y que tengan inscritos valores por cuenta de terceros lo manifestarán a la Entidad encargada de la llevanza del registro contable, que hará constar en sus cuentas el saldo de los que se hallen en tal situación<sup>61</sup>. La constitución de uno de estos mercados será autorizada por el Gobierno conforme a las previsiones del artículo 77 LMV. En dicha autorización se fijará en qué términos deben efectuarse la manifestación de valores inscritos por cuenta de terceros y constancia de saldos a que acabamos de hacer referencia<sup>62</sup>. Añade el artículo 54.2 RD 116/1992 que las Entidades financieras integradas en uno de estos mercados «tendrán siempre a disposición de la Entidad encargada del registro contable, así como de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relación de los valores que tengan inscritos por cuenta de terceros con indicación de la identidad de éstos»<sup>63</sup>.

57. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas», en *RDM*, 1992, núms. 203 y 204, pg. 170.
58. Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos», en *DN*, 1992, núm. 26, pg. 17; TAPIA HERMIDA, quien observa (en «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272) que «el hecho de que estos valores anotados no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial y, en concreto, en una bolsa de valores determina un régimen simplificado de registro contable que se proyecta tanto en lo que se refiere a los aspectos subjetivos como a los aspectos funcionales». Habla también este Autor de la simplificación que supone el escalón único no tan sólo en los aspectos organizativos –que son los que ahora comentamos–, sino también en los aspectos operativos, como son la inscripción de las transmisiones –art. 50 RD 116/1992–, de derechos reales limitados u otros gravámenes –art. 51 RD 116/1992– o la amortización de valores –art. 52 RD 116/1992– (*op. cit.*, pg. 273). Cfr. también SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 29; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto...», *cit.*, pg. 2848.
59. MARTÍNEZ MUÑOZ (en «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 19) denuncia estos costes y hace referencia a algunos de los elementos en los que se traduce la complejidad del sistema de doble escalón –como son la existencia de un registro central y las operaciones cruzadas entre los diversos participantes en el mercado, que les exige transmitirse de modo constante un ingente cúmulo de información–.
60. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 273.
61. Art. 54.1 RD 116/1992.
62. Art. 54.1, proposición segunda, RD 116/1992.
63. SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 29) a propósito del comentario de estos mercados, comenta que las previsiones del art. 7.2 LMV –que se ocupa de los registros de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales– y de los arts. 45 y ss. del RD 116/1992 –su



La Entidad emisora de los valores podrá escoger libremente la encargada de la llevanza del registro contable entre las que ostenten la condición de Sociedad o Agencia de Valores<sup>64</sup>. La Sociedad o Agencia de Valores designada deberá tener incluida en su declaración de actividades la prevista en la letra g) del artículo 71 LMV<sup>65</sup>. El SCLV también podrá llevar el registro de emisiones de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales. A estos efectos se entiende que el SCLV tiene la condición de Agencia de Valores, figurando en su declaración de actividades la comprendida en la letra g) del artículo 71 LMV<sup>66</sup>. A pesar de la libertad de que goza la emisora para la elección de la encargada del registro contable de sus valores, será requisito previo a la llevanza de éste la inscripción de la designación de la Entidad encargada en el registro que la CNMV lleva al efecto<sup>67</sup> – así lo disponen los arts. 7.2 LMV y 45.2 RD 116/1992<sup>68</sup>; en el art. 92, a) LMV se contempla el referido registro de la CNMV–

desarrollo reglamentario– «revelan que, aun cuando la utilización del sistema de anotaciones en cuenta (...) encuentre una adecuada justificación en relación con el funcionamiento del mercado secundario oficial, hay en tal sistema una potencial utilidad incluso fuera de tal mercado».

64. Arts. 7.2 LMV y 45.1 RD 116/1992.

Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 381 y «La necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de valores», en *DN*, Tomo 1990-1991, pg. 29; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1012; SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores representados mediante anotaciones en cuenta», en *RGD*, 1994, núm. 595, pg. 3565; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 29; DÍAZ MORENO/PRIÉS PICARDO (en «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 316) comentan que la LMV opta en este punto por un sistema de pluralidad de registros: no hay una única Entidad encargada del registro, sino que las Entidades emisoras pueden escoger libremente entre varias.

*Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Sociedad de Valores», en *VV AA*, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, *cit.*, pgs. 6316 y ss.

RECALDE CASTELLS comenta que «al establecerse una limitación de las entidades que pueden encargarse de la llevanza de los registros contables (cfr. art. 7 LMV) se puede producir (al menos respecto de los valores no admitidos a negociación en un mercado oficial) un cierto monopolio *de facto* en la realización de las actividades de "depósito" administrado de valores, en favor de aquella entidad que hubiera sido designada por la sociedad emisora de los valores para la llevanza del registro de anotaciones correspondiente a la emisión (cfr. art. 45.1 RD 116/1992)» (cfr. «Depósito administrado de valores...», *cit.*, pg. 2137).

65. Art. 45.1 RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 115; MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 17; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272.

El art. 71, g) LMV prescribe: «Llevar el registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, en los casos previstos en el párrafo segundo del art. 7 (LMV)».

66. Art. 66.3 RD 116/1992.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 29.

67. De este modo, comenta SENES MOTILLA (en «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3565), podrá evitarse la duplicidad registral.

68. Cfr. ÁNGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 272.

Sobre esta cuestión ya hemos observado que la Entidad encargada que resulte designada asumirá la llevanza del registro de toda la emisión de valores, pues el art. 7.1 LMV establece para todo el sistema de anotaciones en cuenta el principio de *única Entidad por cada emisión de valores*. Y, sin embargo, este principio no debe entenderse como una vinculación definitiva entre la Entidad emisora y la Entidad encargada, o principio de *única Entidad por emitente*, pues puede haber futuras emisiones de valores idénticos –aumentos de capital, sucesivas emisiones de obligaciones– que sean atribuidas por la emisora a otras Entidades encargadas (*vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 381).

Este sistema de pluralidad de registros<sup>69</sup> en el que la emisora de los valores puede escoger la Entidad que quiera para la llevanza del registro es expresión de la flexibilidad en la organización de los registros que antes mencionábamos.

Es más, si la Entidad emisora de los valores decidiera cambiar la Entidad encargada de la llevanza del registro contable de la emisión de valores podrá hacerlo<sup>70</sup>. Para la designación de la nueva Entidad encargada, la emisora procederá del mismo modo que tuvo que hacerlo para designar a la primera encargada<sup>71</sup>. El artículo 46.1, proposición segunda, RD 116/1992 establece que la sustitución será efectiva cuando la antigua Entidad encargada haya hecho entrega a la nueva del registro contable de los valores. Tal entrega se entenderá realizada «en el momento en que la nueva Entidad encargada pueda asumir plenamente la llevanza y se comuniquen esta circunstancia a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su incorporación al registro contemplado en el artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores». La Entidad emisora asumirá los gastos de este proceso de sustitución<sup>72</sup>.

En cuanto al modo concreto de la llevanza del registro contable de una emisión de valores, señala el artículo 47.1 RD 116/1992 que la Entidad encargada deberá cuidar que el registro refleje en todo momento el saldo de los valores que corresponda a cada titular y realizará los desgloses que sean oportunos para que, a pesar de la fungibilidad de los valores, consten las circunstancias específicas que puedan afectar a cada uno<sup>73</sup>. Para la expresión de los saldos, el artículo 47.2 RD 116/1992 impone que se seguirá «un sistema informatizado de referencias numéricas»<sup>74</sup>. La referencia numérica de cada saldo identificará al emisor de los valores,

69. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 381; *vid.* la clasificación que efectúa ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en «El sistema español de anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 99) de los tres posibles modelos de organización del registro de valores anotados en cuenta.

70. Así lo contempla el art. 46.1 RD 116/1992. TAPIA HERMIDA (en «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272) comenta la importancia que «tiene el régimen de sustitución de dicha entidad, habida cuenta del carácter imprescindible de su actuación, por lo que se ha de asegurar, en todo caso, una continuidad en la labor de llevanza de registro».

71. Es decir, deberá seguir las prescripciones del art. 45 RD 116/1992.

72. El art. 46 RD 116/1992 contempla también los procedimientos que se seguirán cuando la sustitución de la Entidad encargada tenga lugar a iniciativa de la propia Entidad sustituida o como consecuencia de otras circunstancias sobrevenidas que así lo exijan.

73. El art. 47.1 RD 116/1992 explicita que «en todo caso, serán objeto de desglose aquellos que estén afectados por derechos reales limitados u otra clase de gravámenes y aquellos respecto de los que hayan sido expedidos certificados».

74. Conceptualmente no es incorrecto pensar que el registro de valores anotados pueda llevarse por medio de libros; pero, desde una perspectiva práctica, se hace casi inevitable concluir que éste debe ser un registro informatizado, pues la informatización resuelve multitud de problemas operativos.

En el caso de los registros de doble escalón es, desde luego, impensable la experiencia de su llevanza por medio de libros. En cambio, en el caso de los valores no admitidos en mercados secundarios organizados si que hubiese cabido experimentar la llevanza del registro de una emisión de valores anotados en cuenta por medio de libros. Pero la disposición de carácter imperativo del art. 47.2 RD 116/1992 desecha toda posibilidad de que el registro de valores anotados sea llevado por medio de libros —ya se trate de valores admitidos, como de no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales—.

*Vid.* MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 166.

la emisión a la que pertenecen, el número de valores comprendidos en el saldo y el titular de éstos<sup>75</sup>. Si alguno de los valores integrados en el saldo estuviese desglosado, la referencia numérica identificará también el tipo de derecho real limitado o gravamen de que se trate y su titular o, si es el caso, cotitulares<sup>76</sup>.

Será responsabilidad de las Entidades encargadas del registro contable asegurar que en todo momento la suma de los saldos de los distintos titulares coincide con el número total de valores integrantes de la emisión<sup>77</sup>. Para ello establecerán sistemas internos de comprobación y control que, antes de ser aplicados, habrán de comunicar a la CNMV, la cual podrá obligar a hacer las modificaciones necesarias para que dichos sistemas sean realmente eficaces<sup>78</sup>.

## 2.2. Registros de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

### 2.2.1. REGISTRO DE VALORES ADMITIDOS A COTIZACIÓN EN BOLSA

La llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en Bolsa ha sido encomendada, con carácter necesario, al SCLV, que lleva el Registro Central, y a las Entidades adheridas al mismo<sup>79</sup>. Queda así consagrada la opción por el *sistema de doble escalón* o *sistema mixto*<sup>80</sup>. Opción acertada, pues en el caso de

75. Art. 47.2 RD 116/1992.

76. Art. 47.2 *in fine* RD 116/1992.

77. Art. 48.1 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 273.

Se identifica en esta medida una clara prevención del legislador para evitar que se produzca en el sistema de anotaciones en cuenta la *inflación técnica de anotaciones* que tuvo lugar en el sistema de fungibilidad del D. 1128/1974 (*vid. op. ult. cit.* pg. 273).

78. Art. 48.2 RD 116/1992.

79. Arts. 7.3 y 54.1 y último LMV, en relación con el art. 30 RD 116/1992.

En el art. 7.3 LMV se contemplaba la posibilidad de que este registro fuese llevado por el SCLV *en exclusiva* o, si así se establece –como efectivamente ha terminado haciendo el RD 116/1992–, de modo conjunto con sus Entidades adheridas.

DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 380), con anterioridad a la publicación del RD 116/1992, preveía esta solución afirmando entonces que, con relación a este tipo de valores, «la opción que goza con más posibilidades es la de encomendar la llevanza de los registros contables al SCLV pero no de forma exclusiva, sino en conjunto con las entidades adheridas, teniendo entonces aquél el carácter de registro central».

*Vid.* SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3565; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones en la Ley de Sociedades Anónimas», en *DN*, Tomo 1990-1991, pg. 369; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *DN*, núm. 17, pg. 63; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 115; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1012; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 30; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pgs. 314 y 315; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 29.

80. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en «El sistema español de anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 99 y 100) contempla tres modelos teóricos para la organización del sistema de anotaciones en cuenta: «el sistema de registro único, el sistema de la pluralidad de registros y el sistema mixto o combinado, en el que, además de un registro central, existen otros registros conexiónados a él y del que, de una u otra forma, son complemento o auxiliares».

Observa también Rojo las ventajas e inconvenientes del sistema de registro único y del llamado sistema mixto, saldando en su análisis a favor de este último –si bien ha de tenerse presente

un mercado como la Bolsa la complejidad, las posibles fuentes de errores y los costes elevados vendrían dados por la adopción de un sistema de registro único, ya que el número de titulares de valores con cuentas abiertas en ese registro sería altísimo y habría que atender a un volumen inmenso de negociación y asumir también la gestión del cobro de intereses, dividendos, emisión de certificados de legitimación, etc.<sup>81</sup>.

También serán objeto de registro por el SCLV y sus Entidades adheridas los valores respecto de los que esté solicitada o vaya a solicitarse la admisión a negociación en Bolsa<sup>82</sup>. Si posteriormente no se obtuviese la admisión a negociación o ésta no fuese solicitada dentro del plazo previsto, los valores pasarán a un sistema de registro único, siguiendo para ello el procedimiento fijado en el artículo 34 RD 116/1992<sup>83</sup>.

Junto al registro llevado por el SCLV y sus Entidades adheridas –o, mejor, cabría decir *al margen* de este registro– es posible que las Comunidades Autónomas con competencia en la materia dispongan la creación por las Sociedades Rectoras de servicios propios de llevanza del registro contable de valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores<sup>84</sup>. Sólo se inscribirán en este tipo de registros los valores que sean negociados exclusivamente en la Bolsa de Valores de la Comunidad Autónoma en cuestión; si un valor es negociado en dos Bolsas cae bajo la competencia del SCLV. En cuanto a la compensación y liquidación de las operaciones sobre estos valores, parece lo más recomendable que su llevanza quede también encomendada a estos servicios creados por las Sociedades Rectoras, si bien parece

---

que las consideraciones de este Autor, aunque trasladables en gran medida al caso que nos ocupa, son referidas al sistema de anotaciones en cuenta del RD 505/1987–.

Vid. también ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 273; MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 16; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 271 –habla este Autor de «un registro central a cargo del SCLV y una serie de *registros periféricos* a cargo de las entidades adheridas–; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 30; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 315; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», *cit.*, pg. 10; SÁNCHEZ ANDRÉS (en «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto...», *cit.*, pg. 2848) comenta que el doble escalón, sin embargo, «no llega a ocultar la básica unidad sobre la que descansa el nuevo régimen de representación de los valores».

81. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 380 y «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 33, nota 6; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 315.

82. Art. 30.2 RD 116/1992.  
Añade este artículo que «la intención de solicitar la admisión deberá manifestarse en el folleto de emisión o de oferta pública de venta de los valores o en documento presentado a tal fin ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores».

83. Art. 30.2 *in fine* RD 116/1992.

84. Vid. art. 30.3 RD 116/1992. La previsión de lo contenido en este artículo se encuentra contemplada en los arts. 7.3 y 54.2 LMV.

El régimen de estos servicios será el mismo que el establecido para el SCLV. Así lo dispone el propio art. 30.3 RD 116/1992 al afirmar en su último inciso que «las referencias contenidas en el presente Real Decreto al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se entenderán efectuadas (...) también a dichos servicios».

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 31; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 315.

que las Sociedades Rectoras de las Bolsas gozan de libertad para decidir la separación jurídica de sus servicios encargados de la llevanza del registro de valores y de la compensación y liquidación de operaciones sobre ellos, pues el RD 116/1992 trata por separado estas facetas –pero, repetimos, parece lo más acertado adoptar el esquema unificado seguido por el SCLV–<sup>85</sup>.

### 2.2.1.1. Estructura de doble escalón del registro de valores admitidos a cotización en Bolsa.

#### 2.2.1.1.1. El Registro central.

En el Registro Central que lleva el SCLV tendrán abiertas cuentas las Entidades adheridas<sup>86</sup>. Cada Entidad adherida tendrá abiertos dos tipos de cuentas con referencia a cada categoría de valores fungibles entre sí<sup>87</sup>:

- Una cuenta que refleje el saldo de los valores de los que sea titular la propia Entidad adherida.
- Otra cuenta que refleje el saldo global de los valores de esa categoría que la Entidad adherida tenga registrados en sus cuentas a nombre de terceros<sup>88</sup>.

El SCLV es una sociedad anónima<sup>89</sup> constituida conforme a las previsiones del artículo 54 y la Disposición Adicional 9.<sup>a</sup> LMV<sup>90</sup> y cuyos accionistas son las Socieda-

85. Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 21.

En cuanto al tratamiento de cuanto se refiere al registro de valores y a la liquidación y compensación de las operaciones bursátiles cuando estas actividades son asumidas por un servicio propio creado por las Sociedades Rectoras de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia, efectivamente el RD 116/1992 se ocupa de estas cuestiones por separado, refiriéndose a la primera de ellas –el registro– en el citado art. 30.3 y a la segunda –la liquidación y compensación en el art. 55.2 –en el que se lee que «puede disponerse la creación por las Sociedades Rectoras de *servicios propios de compensación y liquidación* de operaciones sobre valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores» (el subrayado es nuestro)–.

86. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 380; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 315.

87. Art. 31.1 RD 116/1992.

*Vid.* GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg. 63; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 273; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 116; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 315.

88. TAPIA HERMIDA (en «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 271) destaca que será responsabilidad de cada Entidad adherida «la reconstrucción interna de manera exacta de los titulares concretos de los valores que tiene anotados por cuenta ajena en el registro central» –arts. 30 y 31 RD 116/1992–.

89. Cfr. SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3565, nota 10; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 116; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1010.

90. La Disp. Transit. 10 LMV declara a extinguir el anterior sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios, que estaba regulado por el D. 1128/1974, de 25 abril, y prevé la transformación de los títulos incluidos en el mismo en anotaciones en cuenta (cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 369). La derogación del mencionado Decreto no podía tener lugar más tarde del 31 diciembre 1992 –imponía la Disp. Transit. 10 LMV–. Tuvo lugar con la Disp. Derog. del RD 116/1992, de 14 febrero, en la que también se dejó sin valor la Orden 20 mayo 1974, que desarrollaba aquel Decreto.

des Rectoras de las Bolsas de Valores y las Entidades adheridas, que participan en el capital del Servicio en los términos fijados en el artículo 69 RD 116/1992<sup>91</sup>. Desarrollará las funciones que le atribuyen la LMV y el RD 116/1992<sup>92</sup>, entre las que destacan –a efectos de lo que ahora nos ocupa– la llevanza del Registro Central y el control y supervisión de los registros llevados por las restantes Entidades<sup>93</sup>. No podrá realizar ninguna actividad de intermediación financiera, ni las actividades propias de las Sociedades y Agencias de Valores reseñadas en el artículo 71 –salvo la contemplada en la letra g), consistente en la llevanza del registro contable de valores anotados no admitidos a negociación en mercados oficiales– y «se abstendrá de asumir riesgos con los participantes en la compensación y liquidación»<sup>94</sup>.

#### 2.2.1.1.2. Las Entidades adheridas.

Hasta aquí el primer escalón. El segundo escalón está integrado por los *registros contables de detalle*<sup>95</sup> que llevan las Entidades adheridas. En ellos se llevarán, con referencia a cada valor –al igual que en el registro llevado por el SCLV–, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los valores que le pertenezcan<sup>96</sup>. De este modo en el segundo escalón se produce la identificación de los saldos de los valores que estaban inscritos en las cuentas de terceros del Registro Central<sup>97</sup>, permitiendo su vinculación con el nombre de su titular –la identificación de los valores de los que son titulares las Entidades adheridas no tiene lugar en este escalón, sino en el anterior, ya que ellas sí que pueden tener abiertas cuentas a nombre propio en el SCLV–<sup>98</sup>.

91. Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 314.

92. Art. 65.1 RD 116/1992.

93. Podemos relacionar las funciones del SCLV según el esquema del Capítulo primero, del Título III, del RD 116/1992: funciones generales de compensación, liquidación y registro –art. 66–; funciones de supervisión –art. 72–; funciones de dirección y administración –art. 73– y funciones consultivas –art. 74–.

PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pgs. 1010 y 1011), con anterioridad a la promulgación del RD 116/1992, relacionaba dos funciones principales del SCLV: el registro contable de los valores y la compensación y liquidación de las operaciones sobre ellos; y añadía a éstas los tres puntos contenidos en el «*diseño funcional*» de este Servicio, que por entonces se estaba elaborando:

– cuestiones relativas a la liquidación;

– cuestiones relativas al registro de valores anotados

– y cuestiones relativas al préstamo de valores que tenga lugar en aquellas operaciones que no puedan cumplir el plazo de liquidación previsto.

Vid. SÁNCHEZ ÁNDREZ, A., «La reforma del Mercado de Valores español...», *cit.*, pg. 19; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 314.

94. Art. 65.2 RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 116.

95. Así los llama el art. 33.1 RD 116/1992.

96. Art. 31.2 RD 116/1992.

97. Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 315.

98. Podemos constatar en este punto dos de las características esenciales de los valores anotados en cuenta: la nominatividad y la fungibilidad.

La nominatividad, porque en todo caso los valores terminan siendo identificados con el nombre de su titular –*vid. infra* IV.4.2.1–.

En consecuencia, si hay dos lugares en los que consta inscrito el valor<sup>99</sup>, ¿el titular dispone por tanto de dos valores? No, el sistema de anotaciones en cuenta funciona *dando valor* sólo a las anotaciones realizadas en el registro en el que se verifica la individualización por titular —en el Registro Central, para las Entidades adheridas; en el registro llevado por cada Entidad adherida, para sus clientes—<sup>100</sup>. Así ha de entenderse el artículo 31.5 RD 116/1992 cuando dispone que «la inscripción a nombre del titular que se produzca en los registros contables de las Entidades adheridas o, siendo éstas las titulares, en los registros a cargo del servicio, será la que produzca los efectos previstos en los artículos 9, 10 y 11 de la Ley del Mercado de Valores y preceptos concordantes de este Real Decreto»<sup>101</sup>.

#### 2.2.1.1.2.1. Entidades que pueden adquirir la condición de Entidad adherida.

Antes de continuar con el análisis de la organización del registro contable de valores admitidos a negociación en mercados secundarios, veamos qué entidades pueden actuar como Entidades adheridas. El artículo 76.1 RD 116/1992 reconoce a las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa, que sean miembros de una o varias Bolsas, la facultad para actuar como Entidades adheridas al SCLV<sup>102</sup>. Esta actividad podrá ser también desarrollada por algunas de las entidades contempladas en el artículo 76.2 RD 116/1992<sup>103</sup>: los Bancos y las Cajas de Ahorro, incluidas la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros, las Entidades Oficiales de Crédito, el Banco de España y la Caja General de Depósitos, las Sociedades y las Agencias de Valores que no sean miembros de ninguna Bolsa y las

---

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 —*vid. infra* IV.4.2.4—.

99. Observa TAPIA HERMIDA (en «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272) que «conforme al sistema de doble escalón, la primera inscripción de los valores anotados se ha de producir tanto en el SCLV como en las entidades adheridas» —el subrayado es nuestro—.
100. GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pgs. 63 y 64.
101. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 116.  
El art. 9 LMV hace referencia a la transmisión de valores anotados, el art. 10 a la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre éstos y el art. 11 se refiere a la legitimación para exigir de la entidad emisora la realización de las prestaciones a que da derecho el valor.
102. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 33, nota 6.  
*Vid.* también art. 71.1, h) LMV —para las Sociedades de Valores y Bolsa— y art. 71.2 LMV —para las Agencias de Valores y Bolsa—.
103. Estas entidades no tienen la condición de miembros de la Bolsa y, por consiguiente no pueden intervenir en la negociación de valores admitidos en ésta (cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 17).  
*Vid.* DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 315; BISBAL MÉNDEZ, J. y LLEBOT MAJÓ, J. O., «Bancos privados», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, *cit.*, pgs. 760 a 762; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2670.

Entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV<sup>104</sup>. Para que las entidades enumeradas en el artículo 76.2 RD 116/1992 puedan adquirir la condición de Entidad adherida deberán solicitarlo ante el SCLV; éste emitirá un informe verificando si la entidad solicitante cuenta con los sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender las funciones que se le atribuyen<sup>105</sup> y lo remitirá a la CNMV en el plazo de dos meses, contados desde la fecha de la solicitud; finalmente, la CNMV, si procede, aprobará la solicitud, momento en el cual tendrá lugar la adquisición de la condición de Entidad adherida<sup>106</sup>.

Antes hemos hecho referencia a la posibilidad de que las Sociedades Rectoras de las Bolsas de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia constituyan sus propios servicios de compensación y liquidación. Cabe plantearse si estos servicios podrían actuar como Entidad adherida al SCLV. Esta hipótesis se apoya sobre la supuesta aplicación analógica a los referidos servicios de la previsión del artículo 76.2, c) RD 116/1992, conforme al cual las entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV sí que pueden<sup>107</sup>. Pero el propio artículo 76 RD 116/1992 nos sirve para responder negativamente a esta hipótesis, pues del tenor del mencionado artículo se deduce que su propósito es hacer una relación exhaustiva de las Entidades que pueden adquirir la condición de Entidad adherida. A la misma conclusión negativa se llega si contemplamos el artículo 69 RD 116/1992, en el que se hace referencia a los accionistas del SCLV, entre los que no aparecen los servicios de compensación y liquidación creados por las Sociedades Rectoras de las Bolsas y la condición de socio del SCLV es requisito necesario para poder ser Entidad adherida. El mismo razonamiento puede desprenderse de la lectura del artículo 66.4 RD 116/1992, que, así como reconoce que el SCLV puede participar en el capital de otras Entidades dedicadas a la compensación y liquidación o llevanza del registro contable de valores, no admite la situación inversa<sup>108</sup>.

#### 2.2.1.1.2.2. Pérdida y suspensión de la condición de Entidad adherida.

El artículo 79 RD 116/1992 establece los supuestos de *pérdida y suspensión de la condición de Entidad adherida*<sup>109</sup>.

104. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 31; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 116; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 33, nota 6.  
*Vid.* también art. 76.2, a) LMV.
105. «El Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán determinar requisitos específicamente exigibles al efecto» (cfr. art. 77 *in fine* RD 116/1992). En relación con esta materia *vid.* Orden 6 julio 1992 sobre requisitos y procedimiento para la adquisición de la condición de entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
106. Arts. 77 y 78 RD 116/1992.
107. Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 20.
108. Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 21.
109. Pérdida o suspensión, decimos, tan sólo de la condición de *Entidad adherida*. Es decir, la entidad que deje de estar adherida al SCLV no podrá seguir actuando como tal, pero, obviamente, podrá seguir desarrollando las demás funciones que correspondiesen a su propia naturaleza o a su *status* previo a la adquisición de la condición de Entidad adherida –*vid.* art.



La *pérdida* tendrá lugar:

- Por renuncia.
- Por no proceder a la adquisición o suscripción de acciones del SCLV en los procesos de adaptación previstos en el artículo 70 RD 116/1992.
- Por la pérdida de la condición de Sociedad o Agencia de Valores o de Entidad de las señaladas en el artículo 76, a) LMV.
- Por la falta de adaptación a las exigencias técnicas que impongan las modificaciones o mejoras que se introduzcan por el SCLV o por disposiciones legales en los sistemas de llevanza de los registros contables y de compensación y liquidación.

La pérdida de la condición de Entidad adherida –continúa refiriendo el art. 79 RD 116/1992– tendrá eficacia desde el día en que se produzca cualquiera de las circunstancias señaladas en las letras a) y c) del número 1 de este mismo artículo, desde el día en el que se adopte el correspondiente acuerdo social en el caso de su letra b) o desde que se acuerde dicha pérdida por la CNMV a propuesta del SCLV en el supuesto previsto en la letra d).

La *suspensión* de la condición de Entidad adherida tendrá lugar por acuerdo de la CNMV, cuando así se lo proponga el SCLV respecto de aquellas Entidades:

- que se encuentren en mora en el pago de cualesquiera deudas que hubieran contraído con el Servicio;
- o que reiteradamente hayan incumplido sus deberes en el proceso de liquidación, incluidas las demoras.

Esta segunda causa podrá suponer no sólo la suspensión, sino, incluso, la pérdida de la condición de Entidad adherida. La CNMV también acordará tal pérdida, a propuesta del SCLV, respecto de aquellas Entidades que no alcancen los volúmenes mínimos de compensación y liquidación que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la propia Comisión.

Desde que tenga lugar la pérdida o la suspensión de la condición de Entidad adherida no podrán desarrollarse las actividades propias de dicha condición, sin perjuicio de la finalización de las operaciones en curso y de la realización de las actividades registrales de las que derive una reducción del volumen de valores registrados en la Entidad<sup>110</sup>. En los casos de suspensión, la Entidad que sea accionista del SCLV conservará los derechos y obligaciones que le corresponden como socio de dicha Sociedad anónima, aunque no podrá participar en la adopción de decisiones que puedan afectar a la organización o al funcionamiento de los procesos de compensación y liquidación.

La pérdida o la suspensión de la condición de Entidad adherida serán objeto de publicación en el Boletín de Cotización al que se refiere el artículo 14 del RD 726/

---

76 RD 116/1992, donde se relacionan las distintas entidades que pueden adherirse al SCLV, entre las que se encuentran las SV y AV, sean o no miembro de una Bolsa, distintas entidades de crédito y las Entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV; *vid.* también arts. 7.3, 71.1, h) y 54.4 LMV–.

En este sentido, hemos de tener presente que si una SV o AV dejase de ser Entidad adherida no podrá llevar el registro contable de valores admitidos a negociación en Bolsa, pero podrá desarrollar esta función respecto de los valores que no se negocien en ese mercado secundario.

110. De forma marginal, el legislador hace una referencia implícita a la posibilidad de que la Entidad, tras la pérdida de la condición de Entidad adherida, siga llevando el registro de otros valores que no estén admitidos a negociación en Bolsa.

1989 sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedades de Bolsa y Fianza Colectiva.

No se debe pasar por alto cuál era la intención cara al futuro de la LMV —en su primera redacción— con relación a las Entidades adheridas y, en general, con relación a cuantas entidades pueden desarrollar las actividades enumeradas en el artículo 71. En un primer momento, «para no provocar una ruptura con las prácticas tradicionales de nuestro sistema financiero»<sup>111</sup>, se admite que, además de las Sociedades y Agencias, otras entidades puedan adquirir la condición de Entidad adherida. Pero se faculta al Gobierno para establecer limitaciones a la actuación directa de esas entidades, «con el fin de impulsar, si se estimara necesario, la constitución por dichas entidades de Sociedades y Agencias de Valores en las que se centraría su actuación en los mercados de valores»<sup>112</sup>. Parece que las líneas trazadas por la LMV apuntan a que las Sociedades y Agencias lleguen a ser las únicas autorizadas para desarrollar las actividades enumeradas en su artículo 71<sup>113</sup>. Pero «la Ley ha considerado prematuro pronunciarse por una especialización forzosa de las instituciones financieras en actividades del mercado de valores», aunque «no excluye su posibilidad, que habrá de concretarse a la vista del desarrollo de las Sociedades y Agencias de Valores»<sup>114</sup>.

Sin embargo, el rumbo de los acontecimientos, reflejado en el proceso de reforma de la LMV, se ha orientado en una dirección distinta de la que previera la primera redacción de aquella Ley.

#### 2.2.1.1.2.3. («Excursus») Modificación del Título V de la LMV. Las Empresas de Servicios de Inversión.

Dentro del proceso de reforma al que está siendo sometida la LMV y al que ya hemos hecho referencia<sup>115</sup>, las modificaciones del Título V —en el que, hasta el momento, se trata de las «Sociedades y Agencias de Valores»— introducen uno de los cambios más profundos que traerá consigo la reforma.

Aunque de modo indirecto, esta modificación afecta a nuestro objeto de estudio —puesto que la llevanza del registro de valores anotados y la operativa sobre ellos se realiza, en gran medida, a través de las Sociedades y Agencias de Valores—. Por ese motivo nos parece conveniente hacer una breve referencia a las variaciones que se proyectan en esta materia.

Podemos anticipar que el nuevo régimen que establezca la LMV supone un giro respecto al enfoque proyectado por la primera redacción de esta Ley en lo atinente a la *función de las entidades de crédito* dentro del mercado de valores. Se pretendía

111. EM LMV, núm. 13.

Por cuanto se refiere a los arraigados hábitos bancarios de nuestro sistema financiero, *vid.* los aspectos que sobre esta cuestión se reflejan en PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*

112. EM LMV, núm. 13.

113. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 33.

114. EM LMV, núm. 13 *in fine*.

115. *Vid. supra* II.3.1.1.

entonces que el panorama del mercado fuese dominado por las Sociedades y Agencias de Valores y que las entidades de crédito que quisiesen participar en este campo actuasen por medio de Sociedades o Agencias de Valores que constituyesen al efecto<sup>116</sup>.

La nueva denominación del Título V de la LMV pasa a ser la de «Empresas de Servicios de Inversión»<sup>117</sup>. El artículo 62 ALR LMV define las *empresas de servicios de inversión* como entidades financieras cuya actividad consiste en prestar servicios de inversión y realizar otras actividades complementarias que tienen por objeto instrumentos de inversión, pudiendo ser miembros de los mercados secundarios oficiales, si así lo solicitan. La definición de este artículo se apoya sobre dos exigencias o características: una estructural y la otra funcional<sup>118</sup>.

Por lo que al aspecto *estructural* o *institucional* se refiere, dispone el art. 62 ALR LMV que las empresas de servicios de inversión son «*entidades financieras*», concepto éste contemplado por la Ley 13/1992, de 1 junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de entidades financieras. Pero no toda entidad financiera se encuentra incluida dentro de la categoría de empresa de servicios de inversión, pues el artículo 64 ALR LMV formula una enumeración *numerus clausus* de los tres únicos tipos posibles: las *Sociedades de Valores*, las *Agencias de Valores* y las *Sociedades Gestoras de Carteras*<sup>119</sup>.

Desde una perspectiva *funcional*, el ALR LMV ha intentado detallar en su definición de las empresas de servicios de inversión en qué consistirá la actividad de estas entidades. En el artículo 62.1 ALR LMV destaca que su actividad *principal* consiste en prestar *servicios de inversión*, con carácter profesional, a terceros y en el artículo 62.2 ALR LMV añade que también podrán prestar otras *actividades complementarias*. En una extensa enumeración, el artículo 63.1 y 2 ALR LMV relaciona cuáles son los servicios de inversión y las actividades complementarias<sup>120</sup>. El artículo

116. Fenómeno conocido como *filialización* (cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «Disposiciones generales y condiciones de acceso a la actividad de las empresas de servicios de inversión», en TAPIA HERMIDA, A. J./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. [coords.], *La reforma del Mercado de Valores*, en *CRDBB*, 1996, núm. 4, pg. 90).

117. Como veremos, esta figura no desplaza a las Sociedades y Agencias de Valores, sino que viene a englobarlas dentro de una categoría más amplia. En el «Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores», de 17 abril 1995, se llegó a prever unas especialidades de la suspensión de pagos y la quiebra de las empresas de servicios de inversión (vid. BELTRÁN SÁNCHEZ, E. M., «Régimen concursal de las empresas de inversión», en TAPIA HERMIDA, A. J./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. [coords.], *La reforma del Mercado de Valores*, *cit.*, pgs. 243 y ss.). Posteriormente, el legislador ha suprimido de las ulteriores redacciones de los textos de reforma de la LMV la referencia a los aspectos concursales de las empresas de servicios de inversión.

118. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «Disposiciones generales...», *cit.*, pg. 81.

119. Recogidas las tres en la enumeración de entidades financieras que comprende el art. 3.1 del RD 1343/1992, que desarrolla la Ley 13/1992, antes citada (cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «Disposiciones generales...», *cit.*, pg. 81 y «Los grupos de entidades financieras en el Derecho español», en VV AA, *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, Tomo III, Valencia, 1995, pgs. 3711 y ss.).

120. El texto de los dos primeros párrafos del art. 63 ALR LMV dispone: «1. Se considerarán servicios de inversión los siguientes:

- a) La recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros.
- b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros.

63.3 ALR LMV amplía el ámbito de actuación de las empresas de servicios de inversión capacitándolas para realizar las actividades previstas en los números 1 y 2 del citado artículo, referidas a instrumentos distintos de los que contempla el artículo 63.4 ALR LMV. Para terminar con los aspectos funcionales, podemos añadir que el artículo 62.2 ALR LMV concede a las empresas de servicios de inversión la posibilidad de ser *miembros de los mercados secundarios oficiales*.

Por otro lado, como ya hemos señalado, el ALR LMV, rompiendo con la línea de evolución prevista originariamente por la LMV, fortalece la posición de las entidades de crédito en el mercado de valores y las sitúa en una posición competencial análoga a la de las empresas de servicios de inversión. El ALR LMV ha procedido siguiendo las prescripciones de la *normativa comunitaria*. El art. 15 DSI dispone que los Estados miembros deben permitir el acceso de las entidades de crédito a la condición de miembros de sus mercados; además la Segunda Directiva Bancaria (Directiva 89/646/CEE, de 15 diciembre 1989) ha dado lugar a que nuestra Ley 26/1988, de 29 julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, en su artículo 52, i)<sup>121</sup> disponga que «las entidades de crédito comunitarias podrán ser miembros de los mercados organizados correspondientes establecidos en España, siempre que ello esté permitido por las normas reguladoras de éstos»<sup>122</sup>.

Junto al imperativo de la normativa comunitaria, podemos invocar, como otro motivo que apoya el fortalecimiento dado a las entidades de crédito por el ALR LMV, *la propia realidad de nuestro mercado*, en el cual las Sociedades y Agencias de Valores filiales de los grupos bancarios absorben una gran parte de la actividad

c) La negociación por cuenta propia.

d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores.

e) La mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas.

f) El aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta».

2. Se consideran actividades complementarias las siguientes:

a) El depósito y administración de los instrumentos previstos en el número 4 de este artículo, comprendiendo la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta.

b) El alquiler de cajas de seguridad.

c) La concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos previstos en el número 4 de este artículo, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.

d) El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.

e) Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.

f) El asesoramiento sobre inversión en uno o varios instrumentos de los previstos en el número 4 de este artículo.

g) La actuación como entidades registradas para realizar transacciones en divisas vinculadas a los servicios de inversión».

121. Modificado por la Ley 3/1994, de 14 abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

122. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «Disposiciones generales...», *cit.*, pg. 91; CLAROTTI, P., «El régimen comunitario de las bancas que ofrecen servicios de inversión», en VERDERA y TUELLS, E. (Dir.), *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, pgs. 146 y ss.

negocial<sup>123</sup>. Esto hace pensar en el sinsentido que supone vedar a las entidades de crédito la plena entrada en el mercado y forzar su actuación de forma mediata a través de filiales.

En consecuencia el artículo 65.1 ALR LMV otorga a las entidades de crédito plenitud de facultades, pues reconoce que pueden realizar *todas las actividades previstas en el artículo 63 ALR LMV*, es decir, todas las previstas para las empresas de servicios de inversión. Además el artículo 37.1, b) ALR LMV reconoce a las entidades de crédito la posibilidad de ser *miembros de los mercados secundarios oficiales de valores*<sup>124</sup>.

Para cerrar el capítulo de modificaciones institucionales, el artículo 65.2 ALR LMV prescribe que el Gobierno podrá crear *otras entidades*, así como permitir a otras personas o entidades que, sin ser empresas de servicios de inversión, puedan realizar alguna de las actividades propias de las mismas, o que contribuyan a un mejor desarrollo de los mercados de valores.

#### 2.2.1.2. Organización interna del registro de valores admitidos a cotización en Bolsa.

El control de los valores será facilitado por las *referencias de registro* que son atribuidas a cada saldo de valores<sup>125</sup>. El SCLV llevará un fichero de las referencias de registro de los saldos de los valores inscritos en el Registro Central y correspondientes a cada Entidad adherida –ya sean valores inscritos a nombre de la propia Entidad adherida o inscritos en sus cuentas de terceros–. Cada Entidad adherida 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<sup>126</sup>. Para asegurar que el sistema será seguido con rigor, el artículo 32.2 RD 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 el SCLV<sup>127</sup>.

123. TAPIA HERMIDA (en «Disposiciones generales...», *cit.*, pg. 91) aporta los datos agregados de enero y noviembre de 1995, conforme a los cuales un 32,6% de la negociación bursátil era desarrollado tan sólo por tres sociedades de valores bancarias, de donde se deduce la efectiva importancia que tiene el sector bancario en el mercado de valores.

124. No obstante, la Disp. Final primera del ALR LMV pospone hasta el 1 de enero del año 2000 la plena vigencia de su art. 37.1, b), pues sólo a partir de esa fecha podrán las entidades de crédito ser miembros de las *Bolsas de Valores*.

125. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272. Estas *referencias de registro* vienen a cumplir una función análoga a la desempeñada, en su día, por las *referencias técnicas* del sistema de *valores fungibles* establecido por el D. 1128/1974 (cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pgs. 1003 y 1011).

126. Art. 32.1 RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 116.

127. Art. 32.3 RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 212.

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<sup>128</sup>. El desglose del valor se efectuará en aquella cuenta en la que el valor se individualiza –siguiendo para ello las directrices del art. 31.5 RD 116/1992–.

Pesa sobre el SCLV la responsabilidad de una cuádruple actividad de control<sup>129</sup>:

- control de los saldos de las cuentas de valores del Registro Central correspondientes a cada Entidad adherida;
- control de los saldos de las cuentas de los registros contables de detalle llevados por las Entidades adheridas;
- 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>130</sup> o al sistema de crédito para operaciones de contado.

El artículo 33.2 RD 116/1992 faculta al SCLV para servirse de los sistemas de comprobación que estime precisos para hacer efectiva su actividad de control<sup>131</sup>. Para facilitar este control y en la medida en que lo exijan los sistemas de comprobación del SCLV, las Entidades adheridas mantendrán informado al Servicio y, en general, contribuirán con él en cuanto les corresponda<sup>132</sup>.

El registro contable de los valores extranjeros admitidos a negociación en Bolsas de Valores españolas sigue las líneas fundamentales trazadas por el RD 116/1992<sup>133</sup>, excepción hecha de las especificidades que recoge el artículo 35. Su admisión a negociación en las Bolsas españolas no requiere un cambio en su forma de representación, de modo que seguirán incorporados a títulos o desmaterializados según las normas de su propio ordenamiento. Se inscribirán en el Registro Central llevado por el SCLV y éste cuidará que la suma de los saldos de las cuentas de dichos valores coincida en todo momento con los que, «afectos al mercado español, mantenga en depósito o registrados una Entidad extranjera habilitada a este efecto»<sup>134</sup>. La CNMV podrá disponer que, además del control de correspondencia de saldos que lleva el SCLV, una Entidad financiera suficientemente solvente se haga responsable directo de la correspondencia de dichos saldos.

128. Art. 32.3 RD 116/1992.

129. Art. 33.1 RD 116/1992.

130. El art. 57 RD 116/1992 contempla el préstamo de valores requerido por el sistema de aseguramiento para la entrega de valores en la fecha de liquidación.

131. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272.

132. Art. 33.2 RD 116/1992.

133. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272.

134. Art. 35.2 RD 116/1992.

## 2.2.2. REGISTRO DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACION EN EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA EN ANOTACIONES

En materia de Deuda Pública el RD 116/1992, en su artículo 43, se reconoce tan sólo de aplicación supletoria, pues sigue vigente para su regulación el RD 505/1987<sup>135</sup>.

La actividad de registro de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública es desempeñada de modo conjunto por la Central de Anotaciones –como registro central– y las Entidades Gestoras<sup>136</sup>, siguiendo así la estructura del doble escalón<sup>137</sup>.

Existe una tercera categoría de sujetos que son los titulares de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones. Estos últimos son miembros del Mercado –al igual que la Central de Anotaciones y las Entidades Gestoras–<sup>138</sup>, pero no pueden operar sino por cuenta propia, estándoles vedada la posibilidad de actuar como intermediarios financieros<sup>139</sup>. Aunque forman parte de la estructura del Mercado, no forman parte de la estructura del registro de valores de Deuda Pública anotados en cuenta. Para adquirir la condición de titular de cuentas a nombre propio es preciso cumplir los requisitos que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda<sup>140</sup>.

135. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 381) afirmaba con anterioridad a la publicación de la normativa reglamentaria de desarrollo que «el sistema será análogo al establecido en 1987 por el Real Decreto de 3 abril». Cfr., también, ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pgs. 273 y 280; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 272.
136. Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1012; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 272; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 381 y «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 30; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 32.
137. Arts. 7.4 y 56.1 LMV.
138. Art. 57.1 LMV.  
Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 369; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 15; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1014.
139. Art. 56.5 LMV.  
El art. 4 RD 505/1987 –modificado por el RD 1009/1991– dispone, conforme a lo previsto por el art. 58 LMV –modificado por el art. 58 de la Ley de Presupuestos del Estado para 1990, Ley 4/1990–, que solamente podrán ser titulares directos de cuentas a nombre propio el Banco de España y las Entidades e intermediarios financieros que cumplan los requisitos que determine el Ministerio de Economía y Hacienda. Las demás personas físicas y jurídicas –continúa el art. 4 RD 505/1987– tan sólo «podrán adquirir y mantener Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, en calidad de comitentes, en las Entidades Gestoras» (cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 282; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 15 y 16).
140. Art. 58 LMV.  
Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1014. «Con anterioridad a la entrada en vigor de la LMV» –señala este autor– «las condiciones para acceder a la titularidad de cuentas fueron establecidas por la Orden 19 junio 1987, que exigió contar con un mínimo determinado de recursos propios y pertenecer a una de las clases de entidades que la propia Orden especificaba y que incluían a la práctica totalidad de las entidades financieras y de crédito».

La Central de Anotaciones es un servicio público que no tiene personalidad jurídica propia y lo gestiona, por cuenta del Tesoro, el Banco de España<sup>141</sup>. El artículo 57 LMV reitera estas ideas y confiere a la Central la consideración de organismo rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones<sup>142</sup>. La Central de Anotaciones llevará las cuentas de todos los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública. En su categoría de registro central seguirá dos formas distintas de llevanza de las cuentas<sup>143</sup>:

- de forma individualizada, para las cuentas a nombre propio de los titulares autorizados a operar directamente en la Central<sup>144</sup>;
- de forma global, para las cuentas de terceros que tengan abiertas las Entidades Gestoras en dicha Central<sup>145</sup>.

Las Entidades Gestoras pueden ser de dos clases<sup>146</sup>:

- *Entidades Gestoras con capacidad plena*, que pueden ser titulares directos de cuentas a nombre propio en la Central y, además, pueden realizar operaciones sobre valores como comisionistas de sus clientes, manteniendo para ello cuentas globales abiertas en la Central a nombre de terceros<sup>147</sup>.
- *Entidades Gestoras con capacidad restringida* son las que sólo pueden actuar con sus clientes como comisionistas, «buscando contrapartidas en el mercado, sin que puedan, por consiguiente, dar lugar a anotación alguna en las cuentas a nombre propio»<sup>148</sup>.

141. Art. 5.1 RD 505/1987.

142. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 15; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1014; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 282. Por lo que a la actividad rectora se refiere, comenta este último autor –citando en art. 5 RD 505/1987– que la Central de Anotaciones «gestionará la emisión, amortización, pago de intereses, transferencias de saldos y desgloses de los mismos para individualizar partidas, así como organizará el mercado secundario exclusivamente entre los titulares directos».

143. Art. 56.2 LMV.

144. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 381.

145. Destacando más los aspectos operativos que los registrales, observa ANGULO esta idea (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pgs. 281 y 282) diciendo que las Entidades Gestoras «además de poder operar en nombre propio si reúnen adicionalmente la condición de titulares directas en la Central, operarán como comisionistas por cuenta de terceros, manteniendo en dicha Central una cuenta global y separada para dichas operaciones de terceros». Cfr. también DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 381.

146. Art. 6 RD 505/1987, modificado por el RD 1009/1991, de 21 junio.

Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2669, nota 15.

147. Art. 56.4 LMV.

Cfr. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 381) quien remite a los arts. 56 y 58 LMV; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1014.

148. Arts. 56.3 LMV y 8.3 modificado RD 505/1987.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pgs. 282 y 283; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 16.



Podrán adquirir la condición de Entidad Gestora el propio Banco de España<sup>149</sup> —además de ser gestor de la Central de Anotaciones— y determinadas entidades cuando cumplan los requisitos establecidos al efecto<sup>150</sup>. Esas entidades son<sup>151</sup>: las Sociedades de Valores y Agencias de Valores; las Entidades Oficiales de Crédito, los Bancos, las Cajas de Ahorro, la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros; las Cooperativas de Crédito; y las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero<sup>152</sup>. Todas ellas —excepto las Agencias de Valores— podrán desempeñar el papel de Entidades Gestoras con capacidad plena. Las Agencias de Valores, al no poder ser titulares por cuenta propia de cuentas en la Central de Anotaciones<sup>153</sup>, sólo podrán actuar como Entidades Gestoras de capacidad limitada; para adquirir Deuda Pública por cuenta propia tendrán que acudir a otra Entidad Gestora que tenga capacidad plena<sup>154</sup>.

Las Entidades Gestoras con capacidad plena llevarán en su registro de detalle separadamente los saldos de los valores de los que sean ellas titulares y los saldos de los valores pertenecientes a sus clientes. En los saldos de sus clientes efectuarán los desgloses que sean necesarios para individualizar los valores que se encuentren en situaciones especiales y para facilitar las actividades de control e información estadística habituales en el Mercado<sup>155</sup>. El Ministerio de Economía y Hacienda tiene la competencia para determinar qué registros deben llevar las Entidades Gestoras e igualmente establecerá cuál será su contenido, los requisitos formales para las altas y bajas en dichos registros —motivados por emisión, amortización, mercado secundario o traspaso de saldos— y las comunicaciones de información que periódicamente deben realizar a la Central<sup>156</sup>. Uno de estos registros<sup>157</sup> es el Registro Oficial por cuenta de terceros, de cuyos saldos cada Entidad Gestora deberá efectuar diariamente los desgloses correspondientes<sup>158</sup>. Observa el artículo 6.4.2.º RD 505/

149. Art. 8 modificado RD 505/1987.

150. Art. 2.2 modificado RD 505/1987.

151. Arts. 6.2, a) modificado RD 505/1987 y 58.2 LMV.

152. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, nota 7, pgs. 33 y 34; *vid.* FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2670 y la enumeración contenida en nota 17, en lo que se refiere a entidades capacitadas para actuar como Entidad Gestora; *vid.* BARRO, F., «Modificaciones en el sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 667; BISBAL MÉNDEZ, J. y LLEBOT MAJÓ, J. O., «Entidad de crédito», en *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, *cit.*, pg. 2822.

Estas entidades —salvo las Sociedades y las Agencias de Valores— son las que vienen contempladas en el art. 76.2, a), b) y c) LMV como habilitadas para desarrollar, entre otras, la actividad señalada en el art. 71.1, e) LMV: «ser titulares en la Central de Anotaciones y actuar como Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en cuenta».

153. Art. 71.2 LMV.

154. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 16, quien remite sobre esta materia a los arts. 6.2, c) modificado RD 505/1987, 56 y 58 LMV; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 283.

155. Art. 6.5 modificado RD 505/1987.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 283.

156. Art. 12.6 RD 505/1987.

157. Contemplado en la OM 7 julio 1989.

158. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 283.

1987 que las anotaciones que, con los requisitos formales y procedimentales establecidos, lleven a cabo las Entidades Gestoras en relación con los saldos de valores de sus comitentes comunicados a la Central de Anotaciones y asentados por ésta tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidas por la Central<sup>159</sup>.

Las Entidades Gestoras deben contribuir para que siempre se dé una continua y exacta correspondencia entre los saldos de las cuentas de terceros que ellas mantienen en la Central y la suma de los saldos de valores que esos terceros –sus clientes– mantienen inscritos en los registros que lleva cada una de ellas<sup>160</sup>. Por cuanto a esta labor de control sobre los valores de Deuda Pública se refiere, las Entidades Gestoras actúan como delegadas del Tesoro. En esa misma condición y también con carácter obligatorio, realizarán los desgloses que sean precisos para individualizar determinados saldos; cumplirán las obligaciones propias del régimen fiscal aplicable a cada emisión de Deuda y contribuirán con la Administración tributaria facilitándole información por medio de resúmenes anuales de retenciones y relaciones nominativas de sus comitentes perceptores de intereses, ajustadas a los modelos que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda<sup>161</sup>.

Las Entidades Gestoras, además de llevar el registro de valores de Deuda del Estado anotada, actuarán como comisionistas de quienes no puedan ser titulares directos de cuentas en la Central<sup>162</sup> y les gestionarán la adquisición, mantenimiento y transmisión de los valores; además harán seguir a los titulares las liquidaciones de intereses y amortizaciones que les correspondan; igualmente, gestionarán la negociación en el mercado secundario y los procesos de compensación y liquidación, formalizando los cambios de titularidad que éstos originen<sup>163</sup>.

Corresponderá a las Entidades Gestoras, en cuanto que encargadas de la llevanza del registro, la expedición de resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta a nombre del titular de los derechos. Los resguardos se codificarán para que pueda garantizarse su correspondencia con los registros de la Entidad y con la información comunicada a la Central<sup>164</sup>. El artículo 4 de la OM 7 julio 1987 añade a esto que las Entidades remitirán periódicamente a cada titular, en sustitución de los referidos resguardos, un «extracto de movimientos para información al cliente»<sup>165</sup>.

159. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 284.

160. Art. 6.4 RD 505/1987.

161. El art. 11 RD 505/1987 detalla algunos aspectos del régimen fiscal de estos valores y las obligaciones de información que pesan sobre las Entidades Gestoras. Sobre esta cuestión, cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 284.

162. Art. 6.3 RD 505/1987.

163. Art. 11 RD 505/1987.

El art. 10 RD 505/1987 se ocupa de las liquidaciones que se deben efectuar por emisión, reembolso y pago de intereses.

164. Art. 6.6 RD 505/1987.

165. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 285.

### 3. RESPONSABILIDAD DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

#### 3.1. Régimen de responsabilidad civil objetiva.

##### 3.1.1. CIRCUNSTANCIAS EN LAS QUE SE HACE EFECTIVA LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS

Los artículos 7.6 LMV y 27 RD 116/1992 configuran un régimen de *responsabilidad civil objetiva* relativo a la actividad de las Entidades encargadas de los registros<sup>166</sup>. 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>167</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>168</sup>.

El artículo 27.1 RD 116/1992 precisa que la incumplidora podrá ser la Entidad encargada –utilizando este término en sentido estricto– o la Entidad adherida o, en su caso, el SCLV. El artículo 27.2 RD 116/1992 se ocupa de precisar la doble vertiente de responsabilidad del SCLV, 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 adheridas–.

166. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 173, nota 46. Vid. también SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3566.

167. Con esta referencia genérica a «las reglas establecidas para la llevanza de los registros» el art. 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 LMV y el RD 116/1992 están sembrados de disposiciones relativas al deber de estas Entidades. El mismo art. 28 RD 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 art. 50 RD 116/1992, en su párr. 3.º, 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 párr. 4.º, 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 art. 30 CCom.

168. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 277.

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<sup>169</sup>. 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<sup>170</sup>. 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>171</sup>.

El SCLV deberá facilitar a los perjudicados la información de que disponga en relación con las actuaciones de las Entidades adheridas que hayan originado los posibles perjuicios<sup>172</sup>.

### 3.1.2. INDEMNIZACION

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

169. Arts. 7.6 LMV y 27.1 RD 116/1992.

170. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 385) habla del «papel cuasi-institucional que estas entidades juegan en la organización y funcionamiento de los mercados oficiales y no oficiales de valores».

171. En este sentido, SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 33 y nota 56) 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 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», *cit.*, pg. 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 telefónica, cuyas líneas no prestan el servicio adecuado.

172. Art. 27.3 RD 116/1992.

privación de valores<sup>173</sup>. 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<sup>174</sup>. 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»<sup>175</sup>–. 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<sup>176</sup>.

### 3.2. 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<sup>177</sup>. Son de aplicación en este punto, especialmente, las normas previstas en el Título VIII de la LMV, que establecen un régimen general de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV<sup>178</sup>.

173. Arts. 7.6 LMV y 27.4 RD 116/1992.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 276.

BERGOVITZ, comentando el régimen de los valores anotados antes de la promulgación de la LMV, hace referencia también a esta cuestión (cfr. «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 89).

174. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 386; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 34.

En cualquier caso, el art. 27.4 RD 116/1992 deja un cierto margen de actuación a la Entidad encargada, ya que tan sólo le exige que adquiera valores *de las mismas características, no idénticos*.

175. Pues, de otro modo, estas expresiones vendrían a significar que, en caso contrario, no habrá lugar a indemnización.

176. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 34; DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 386) hace referencia a la imposibilidad de ejercicio de los derechos políticos, como un perjuicio grave que podría causar la privación temporal de los valores, cuando está en juego el control de una determinada sociedad.

177. Art. 27.5 RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 173, nota 46; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 277; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 34.

178. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 386) hace referencia al art. 99, f) LMV, que incluye entre las infracciones muy graves la llevanza de los registros contables con retraso, inexactitud u otra irregularidad sustancial.

Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, *cit.*, pg. 1144.

## Concepto de valor anotado en cuenta

**SUMARIO.**—1. AUSENCIA DE UNA DEFINICION DE «VALOR» EN EL TEXTO DE LA LMV.—2. CONCEPTO DE «VALOR». EL CONCEPTO AMPLIO DE «VALOR MOBILIARIO»; LA IDENTIDAD CONCEPTUAL EXISTENTE ENTRE LAS EXPRESIONES «VALOR MOBILIARIO» Y «VALOR NEGOCIABLE».—3. CONCEPTO DE «VALOR NEGOCIABLE» —O «VALOR MOBILIARIO».—3.1. La doble técnica seguida por el RD 291/1992 para la delimitación del concepto de valor negociable.—3.2. Recepción de los valores atípicos dentro del concepto amplio de valor negociable manejado por el RD 291/1992.—3.3. Caracteres definitorios de los valores negociables.—3.3.1. Contenido patrimonial del derecho que el valor representa.—3.3.2. Agrupación en emisiones —EM LMV, número segundo; arts. 2 LMV y 4 RD 291/1992.—3.3.3. Negociabilidad —EM LMV, número segundo; art. 2 LMV.—3.3.4. Unidad en la forma de representación.—4. CONCEPTO DE «VALOR ANOTADO EN CUENTA».—4.1. La anotación en cuenta como forma de representación de los valores negociables. El registro y la documentación, dos formas de representación de los derechos subjetivos. La llevanza informática del registro de valores es un instrumento técnico que no tiene cabida en la configuración conceptual de los valores anotados.—4.2. Caracteres específicos de los valores anotados en cuenta.—4.2.1. Carácter esencialmente nominativo.—4.2.2. Irreversibilidad de la forma de representación.—4.2.3. Reserva de denominación.—4.2.4. Fungibilidad.—4.3. Definición propuesta de «valor anotado en cuenta».

### 1. AUSENCIA DE UNA DEFINICION DE «VALOR» EN EL TEXTO DE LA LMV

Al igual que sucede con los títulos-valores, que no cuentan con una definición legal en nuestro ordenamiento<sup>1</sup>, existe un silencio normativo por lo que se refiere al concepto de los *valores anotados en cuenta*.

Es más, tampoco encontramos por separado una *definición de valor*<sup>2</sup> y otra de *anotación en cuenta*. En la EM de la LMV se dice que «la Ley reposa sobre el concepto de “valores” o, para mayor precisión, de “valores negociables”» y, sin embargo, paradójicamente, la LMV se exime de definir éste, que acaba de declarar que es su funda-

1. Si bien es éste un defecto del que adolecen todos los ordenamientos menos el suizo, que contiene una definición de título-valor en el art. 965 OR (cfr. EIZAGUIRRE, J. M. de, «La opción por el concepto amplio de título-valor», en *RDBB*, 1995, núm. 57, pg. 9, nota 1).
2. Aunque, como veremos, después de la promulgación de la LMV, el RD 291/1992, en su art. 2, se enfrenta a la delimitación conceptual de los valores negociables.

mento, aduciendo que se trata de un «concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal»<sup>3</sup>. El concepto de valores que la LMV maneja—sin llegar a definirlo— es un *concepto amplio*, que da cabida tanto a los valores incorporados a títulos, como a los representados por medio de anotaciones en cuenta<sup>4</sup>; igualmente, este concepto incluye dentro de sí no sólo instrumentos como las acciones, las obligaciones y los valores de Deuda pública, sino también «las letras de cambio, los pagarés o cualquier otro que reúna las restantes características contempladas en la Ley»<sup>5</sup><sup>6</sup>.

La LMV sí que se detiene en puntualizar cuáles son los *caracteres* que permiten delimitar los valores a los que se refiere la Ley<sup>7</sup>. Estos caracteres son dos: «su *negociabilidad* y su *agrupación en emisiones*»<sup>8</sup>. Pero, al igual que sucede con el concepto de valor, la LMV elude la definición de estas notas características<sup>9</sup>.

Por tanto, la LMV deja tan sólo apuntados unos trazos acerca de lo que son los valores negociables y las características que los identifican y queda encomendada a la doctrina y a los posteriores desarrollos reglamentarios de la Ley la labor de definición de estas realidades<sup>10</sup>.

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

La crisis de los títulos-valores fue un proceso que, en un principio, afectó tan sólo a los aspectos funcionales de los valores<sup>11</sup>, pero la solución alternativa a los

3. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 91; MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 90.

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

5. Vgr. letras emitidas en masa.

6. EM LMV, número segundo.

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

8. EM LMV, número segundo; art. 2 LMV.

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

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

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

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

Además «el término “valor” se emplea por la LMV—siguiendo la terminología usual del tráfico—de forma no siempre precisa, pues habla, por ejemplo, de Bolsa de Valores, cuando en este mercado no se negocian todos los valores, sino sólo una parte de ellos (V. art. 46 de la LMV)» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», en SÁNCHEZ CALERO, F. [dir.], Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta [OPVs] de valores: comentario sistemático del Real Decreto 291/1992, Madrid, 1995, pg. 7 [manuscrito]).

11. Vid. *supra* Capítulo Preliminar, Epígrafe 2.

títulos, surgida como consecuencia de esa crisis, sí que afectó a la concepción de los valores<sup>12</sup>. La representación de los valores por medio de anotaciones supone una ruptura con la concepción que la doctrina tenía de ellos hasta aquel momento, pues «en lugar de títulos-valores se van a crear valores sin título»<sup>13</sup>. La construcción del concepto de valor anotado en cuenta ha de tomar como punto de partida el hecho histórico de la crisis de los títulos-valores y la desincorporación de los derechos y ha de entenderse como la unión del nuevo concepto de los valores mobiliarios –o valores negociables– y el concepto de anotación en cuenta, en cuanto forma de representación de esos valores.

En una primera aproximación, podemos preguntarnos acerca de los valores en sí mismos considerados –en su acepción más básica y, por tanto, más amplia–. Es decir, a qué realidad se refiere la expresión «valor», independientemente de que éstos se encuentren o no incorporados a un título, o de que sean calificados o no como valores negociables o mobiliarios. En este sentido, los valores pueden ser conceptuados como una *mercancía*<sup>14</sup>, o como un *producto*<sup>15</sup>, o –con más precisión– como *productos financieros*<sup>16</sup>. Para referirnos, por tanto, a esta acepción básica de los valores, podemos decir que los valores son *derechos*<sup>17</sup>. Y a esta realidad pode-

12. Acerca de cómo la desmaterialización afecta a la concepción de los valores en Alemania, Francia e Italia, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 13 y ss. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYNS comenta que el concepto de *valores* introducido por la LMV supone una ruptura con los títulos-valores y observa que «dicha ruptura se produce como resultado del proceso de desmaterialización de los valores que se está produciendo en países de la Europa comunitaria (Italia, Francia)» (cfr. «La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España», en *RDBB*, 1990, núm. 37, pg. 132).
13. Cfr. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *El Decreto 25 abril 1974...*, *cit.*, pg. 21; SÁNCHEZ CALERO, F., «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 198; SANTOS MARTÍNEZ se hace eco de esta expresión y, hablando de la actitud favorable de la legislación española ante las anotaciones en cuenta, comenta: «La posibilidad de los *valores sin título* adquiere así (...) un reconocimiento general» y, un poco más abajo, «...la propia Ley toma partido a favor de los *valores sin título* frente a los tradicionales títulos-valores» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 25). *Contra* BERCOVITZ, quien, en su propuesta de una nueva noción de título-valor, mantiene el título-valor como única categoría general, dentro de la que se incluyen «los títulos-valores cartulares, que se documentan en papel y responden a la noción tradicional, y los títulos-valores informatizados» (*vid.* «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 90).
14. Así se manifiesta SÁNCHEZ ANDRÉS (en «La reforma del Mercado de Valores español...», *cit.*, pgs. 12 y 13), quien, haciendo uso de un término tan propicio para el ámbito del Derecho *mercantil*, concibe los valores como «una suerte especial de *mercancías*»; *vid.* también ALONSO ESPINOSA, F. J., «Las excepciones al ámbito de aplicación del RD 291/1992, sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables», en *DN*, 1993, núm. 32, pg. 1.
15. *Vid.* MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 91).
16. ARROYO MARTÍNEZ, al prologar una edición de la entonces recién promulgada LMV y manifestando preocupación por la distorsión conceptual que la Ley podía provocar en el ámbito mercantil, decía «dejemos, pues, tranquilos a los valores y a los títulos-valores y llamemos simplemente *productos financieros* a esos valores que interesan a la ley del mercado de valores» (cfr. «Prólogo», *Ley del Mercado de Valores*, Tecnos, Madrid, 1988, pg. 16).
17. «Derechos que el titular ostenta frente a la entidad emisora y que pueden quedar centrados en torno a *pretensiones pecuniarias* –como es el caso de las obligaciones, bonos o valores afines– o *tener un alcance más complejo* –como ocurre con las acciones, que suponen la condición de socio de la sociedad emisora–» (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 21). BERCOVITZ habla también de la sencillez y amplitud del término valor, si bien lo hace criticando la expresión derecho-valor, a su juicio «poco clarificadora, por cuanto parece que, en princi-



mos entender que se encuentran referidas las notas características que establece la LMV para delimitar los valores que son objeto de su ámbito, los valores negociables<sup>18</sup>, y para distinguirlos de los valores no negociables<sup>19</sup>.

El actual concepto de valor, manejado por la LMV, difiere de la «noción tradicional y corriente de los valores mobiliarios como títulos emitidos en serie o en masa, que representan una parte o fracción de un negocio jurídico (empréstito, creación de una sociedad anónima o ampliación de su capital, etc.) y que otorgan a su poseedor los derechos y poderes que la ley y el negocio de la emisión le reconocen»<sup>20</sup>. El término valores mobiliarios y su contenido proceden de la expresión francesa *valeurs mobilières* y del concepto anglosajón *security*<sup>21</sup>. El Código de comer-

---

pio, *todo derecho tiene un valor* –el subrayado es nuestro– (cfr. «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 86).

18. Sin que ello llegue a influir en el concepto de valor negociable que estamos analizando, conviene, sin embargo, observar que el *ámbito* de la LMV va a ser ampliado más allá del actual, que comprende tan sólo «los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones» –art. 2 LMV–. En efecto, el proyecto de adaptación de la LMV a la Directiva de Servicios de Inversión de 10 de mayo de 1993 –que, con fecha de 8 de febrero de 1995, ha sacado a la luz la Dirección General del Tesoro y Política Financiera– da una nueva redacción al art. 2 de la referida Ley, de modo que el ámbito de ésta se amplía a todos los *instrumentos financieros* susceptibles de negociarse en los mercados de valores. Sobre este particular, el art. 63.4 reformado LMV detalla que «la noción de “instrumento financiero” comprende, además de los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario, los instrumentos financieros a plazo, incluidos los futuros, los contratos a plazo sobre tipos de interés, los contratos de permuta sobre tipos de interés, sobre divisas o los ligados a acciones o a un índice sobre acciones y las opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos anteriores» (cfr. ZUNZUNEGUI, F., «Adaptación de la Ley del Mercado de Valores...», *cit.*, pgs. 1-2). Acerca del concepto «instrumentos financieros» –que podemos manejar como un sinónimo del término *producto financiero*, al que nos acabamos de referir– comenta ZUNZUNEGUI que se trata de «derechos patrimoniales transmisibles en el mercado financiero» (*op. cit.*, pg. 2).
19. «Se entiende que existen dos clases de valores: *negociables* y *no negociables*. El legislador basa la regulación contenida en la LMV sobre el concepto de “valores negociables”» (cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 90).
20. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 91.
21. SÁNCHEZ CALERO comenta que «tradicionalmente se venía utilizando dentro de nuestro ordenamiento, *sin duda por influencia del francés*, la expresión “valores mobiliarios” para referirse a los valores emitidos en serie o en masa que eran objeto de negociación en los mercados de valores» (cfr. «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 18 y 19). *Vid.* también ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., «La actividad de gestión de valores mobiliarios...», *cit.*, pgs. 116 y 117, donde se comenta la recepción de este concepto en el Derecho italiano, primero en la Ley 7 marzo 1938, núm. 141, arts. 2 y 45 y, más tarde, en la Ley 7 junio 1974, núm. 216, en cuyo art. 18 bis se recoge la siguiente definición de valor mobiliario: «cualquier documento o certificado que directa o indirectamente represente derechos en sociedades, asociaciones, empresas o entes de cualquier tipo, italianos o extranjeros, comprendidos los fondos de inversión italianos o extranjeros; cualquier documento o certificado representativo de derechos relativos a bienes materiales o propiedad inmobiliaria, además de cualquier documento o certificado idóneo a conferir derechos de adquisición de uno de los valores arriba indicados, comprendiéndose también los títulos emitidos por los entes de gestión fiduciaria» (*op. cit.*, pg. 117). Pero el antecedente de este concepto se encuentra en la definición de *security* –o, si se quiere, *investment security*–, contenida en §2 (1) de la *Securities Act* de 1933 –que, en esencia, es muy similar a la referida en otros textos legales, como la *Securities Exchange Act* de 1934, §3 (a) 10 (salvando algunas diferencias, apuntadas por LOSS [en *Fundamentals of securities regulation*, 2.<sup>a</sup> ed., Boston-Toronto, 1988, pgs. 165 y 166, nota 1]; *vid.* también HAZEN, T. L., *Treatise on the*

cio de 1885, en su artículo 67<sup>22</sup>, al delimitar cual sería la «materia de contrato en Bolsa», hacía referencia, en su número 1.º, a «los valores y efectos públicos» y, en su número 2.º, a «los valores industriales y mercantiles emitidos por particulares o por Sociedades o Empresas legalmente constituidas» y exigía de ellos que su *negociación* estuviese autorizada en las Bolsas de creación privada o estuviesen declarados *negociables* en las Bolsas de creación pública<sup>23</sup>. Por su parte, la Ley 50/1980, de 8 octubre, de Contrato de Seguro, en su artículo 46, distingue los *valores mobiliarios* de los efectos de comercio atribuyendo a los primeros como característica diferenciadora el estar *emitidos en masa* –mientras que los segundos se emiten individualmente–. Esta expresión –«valores mobiliarios»– ha sido recogida por la vigente LSA<sup>24</sup>.

Pero el concepto tradicional de valor mobiliario no es compatible con el concepto de valor manejado por la LMV –*valor negociable*–, ya que con el régimen establecido por la LMV los valores no siempre se encuentran unidos a un título<sup>25</sup>. Además el concepto tradicional de valor mobiliario es más restringido que el de valor negociable, pues mientras que de éstos se dice que basta con que se encuentren agrupados en *emisiones* y que cuenten con una cierta *homogeneidad*<sup>26</sup>, de aquéllos se exige que estén integrados en una *única serie* y que todos tengan *absoluta*

*Law of Securities Regulation*, Tomos 1, 2.ª ed., Saint Paul-Minnesota, 1990, pg. 23; RATNER, D. L., *Securities regulation*, Minnesota, 1975, pgs. 196 y 197), o la *Investment Company Act* de 1940, §2 (a) 36–, y cuyo tenor literal es el siguiente: «The term "security" means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to purchase, any of foregoing» (vid. LOSS, L., *Fundamentals of securities...*, cit., pg. 165).

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

22. Derogado por la Disp. Derog. de la LMV.

23. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, quien, al tiempo que comenta la desafortunada redacción de este precepto, observa que «hablar de valores negociables no parece un invento de la LMV» (en «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 19).

24. Que en su art. 51 observa que las acciones tienen la condición de *valores mobiliarios*. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 20.

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

26. Art. 2 LMV.

identidad<sup>27</sup>. Esta situación fuerza a pensar que o bien los valores mobiliarios son una realidad distinta de los valores negociables, o bien el concepto de valor mobiliario ha evolucionado y es un término sinónimo de valor negociable, que ya no responde a la acepción que tradicionalmente se le atribuía. La solución más acertada parece ser la segunda. Si no fuese así, la expresión valor mobiliario estaría haciendo referencia a una realidad desfasada, pues la concepción de los valores como instrumentos de idénticas características, agrupados en una única serie, hoy día ya se ha superado<sup>28</sup>. Además, si ambos términos no fuesen equivalentes se generaría una discordancia cuando, por un lado, la LSA califica las acciones como valores mobiliarios<sup>29</sup> y, por otro lado, el RD 291/1992, expresamente<sup>30</sup>, y la LMV, tácitamente, las califican como valores negociables<sup>31</sup>.

Los valores mobiliarios dejan de ser una subespecie de los títulos-valores<sup>32</sup>, dejan de estar comprendidos de forma exclusiva dentro del ámbito de los títulos-valores y se convierten en una realidad que podrá adoptar tanto la forma de título como la de anotación en cuenta<sup>33</sup>. Queda *eliminada la exigencia de la incorporación del derecho al título como rasgo esencial de los valores mobiliarios*<sup>34</sup>. El concepto

27. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 20.

28. Así SÁNCHEZ CALERO, quien remite al trabajo en prensa de GARCÍA-PTA «Los títulos-valores en general» (cfr. «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 20). A este respecto, comenta el autor que citamos cómo la acepción tradicional de valor mobiliario se quedó estrecha «para describir los valores negociables en Bolsa (como se había demostrado con el “mercado de letras” organizado por las Bolsas españolas en los años 70 y 80, o en los de “pagarés de empresa”)» (*op. cit.*, pg. 21).

29. Art. 51 LSA.

30. Art. 2.1, a) RD 291/1992.

31. Vid. URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho mercantil*, 16.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1989, pg. 239; LOJENDIO OSBORNE, I., «La acción. Documentación y transmisión», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Derecho mercantil*, Tomo I, *cit.*, pg. 233; ALONSO ESPINOSA, F. J., «Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones», en *RDBB*, 1992, núm. 45, pgs. 37 y 38; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 150 y 151.

Con relación a la naturaleza jurídica de las acciones, conviene tener presente, sin embargo, como observa URÍA (en *Derecho mercantil*, 16.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 242), que cuando no estén representadas ni por medio de títulos, ni por medio de anotaciones en cuenta, no tendrán carácter de valores mobiliarios.

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

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 17.<sup>a</sup> ed., Tomo II, *cit.*, pg. 10; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho mercantil*, 9.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1991, pg. 596.

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

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

valor mobiliario es conducido hacia un ámbito más amplio en el que caben también aquellos valores para cuya representación no es necesaria, como elemento esencial la documentación o certificación del derecho: los *valores anotados en cuenta*.

En cuanto al calificativo «negociables», que la LMV, inspirándose en la terminología anglosajona<sup>35</sup>, atribuye a los valores de los que se ocupa, puede entenderse que es una cualidad que también se expresa con el término «mobiliarios», pues con éste igualmente quiere hacerse referencia a la *transferibilidad* de los valores —a su *negociabilidad*, en definitiva—, por lo que en ello encontramos un motivo más para hablar de la equivalencia de las expresiones valor mobiliario y valor negociable<sup>36</sup>. La LMV podría haber hecho uso de la expresión «valor mobiliario» —en el sentido amplio que esta expresión actualmente tiene— y haber prescindido de introducir el término «valor negociable». En cualquier caso, ya que la Ley no ha procedido de este modo, lo que hemos de concluir es que ambos nombres se refieren al mismo concepto.

La introducción por la LMV del término «valores negociables» ha venido acompañada de la expresión admisión a «negociación» en Bolsa o en los mercados secundarios<sup>37</sup>. Esto supone un empobrecimiento con relación a la expresión «admisión a cotización» ya que «la función tradicional característica de las Bolsas, no ha estado simplemente en la negociabilidad de los valores en ella contratados, sino en el dato importante de exigir el hacer públicos los precios de tales negociaciones, de manera que pudiera conocerse en todo momento su “cotización”»<sup>38</sup>.

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

35. Vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 246.

36. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 95 y «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 21 y 22; EIZAGUIRRE, J. M. de, «El régimen de las acciones: documentación y transmisión», en *Jornadas sobre el nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, pg. 74.

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

SANTOS MARTÍNEZ parece admitir que ambas expresiones hacen referencia a un mismo concepto, aunque, al mismo tiempo, concede una diferencia de matiz entre una y otra, pues entiende que «no hay que olvidar, empero, que una ley —la LMV— se ocupa de los mercados, mientras que la otra —la LSA—, preferentemente de las posiciones jurídicas de socio o de obligacionista» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 21; *vid. también op. cit.*, pg. 24).

Crítica SÁNCHEZ CALERO que la LMV no haya acogido este nuevo concepto amplio de valor mobiliario y haya acudido al término valor negociable (cfr. «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 23; *vid.*, del mismo Autor, «Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores...», *cit.*, pgs. 219 y ss.), que nos distancia de la terminología que es utilizada en el Derecho comparado —*valeurs mobilières*, en Francia; *valori mobiliari*, en Italia; *valores mobiliarios*, en Portugal—. Crítica que en las traducciones de recientes Directivas de la Unión Europea se haga uso del término «valores negociables» —*vid. directivas 89/298, 89/592, 93/22—*, cuando en otras anteriores se había traducido acudiendo al término «valores mobiliarios» —79/279, 80/390, 85/611— (*vid. «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», cit.*, pgs. 22 y 23).

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

38. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 24 y 25. Hace referencia este Autor al RD 10 septiembre 1831, por el que se crea la Bolsa de Madrid, en el que ya se comenta la importancia del precio de cotización; también remite este Autor a las Directivas de la Unión Europea 79/272, 80/390, 82/121, 82/148 y 87/345, en las que se habla de «admisión de valores mobiliarios a cotización» (*op. cit.*, pg. 25).

*Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Cotización (de valores)», en VV AA, Enciclopedia Jurídica Básica, vol. II, cit.*, pgs. 1747 y ss.

### 3. CONCEPTO DE «VALOR NEGOCIABLE» –O «VALOR MOBILIARIO»–

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

El concepto de valor negociable aportado por el artículo 2 RD 291/1992<sup>39</sup> se caracteriza por haber recurrido a una doble técnica de delimitación. En su Exposición de Motivos el RD 291/1992 manifiesta que para este fin se ha servido de «la técnica de la enumeración, positiva y negativa, que se complementa con una cláusula de cierre que califica como valor negociable “todo derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera”<sup>40</sup> –EM RD 291/1992”, párrafo segundo–<sup>41</sup>.

39. El texto de dicho artículo es el siguiente: «1. A los efectos del presente Real Decreto tendrán la consideración de valores negociables:
- Las acciones de sociedades anónimas y las cuotas participativas de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como de cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, “warrants” u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.
  - Las obligaciones y valores análogos representativos de parte de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquéllos.
  - Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.
  - Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
  - Las participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza.
  - Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.
2. No se considerarán valores negociables:
- Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.
  - Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.
  - Las aportaciones al capital de sociedades cooperativas de cualquier clase.
  - Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.
  - Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros».
40. *Vid.*, sobre el concepto de Mercado financiero, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Mercado Financiero», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. III, *cit.*, pgs. 4280 y ss.
41. *Cfr.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 26, donde se comenta que el resultado de la definición emprendida por el art. 2 RD 291/1992 no es del todo satisfactorio.
- Vid.* PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, *cit.*, pg. 2119; FARRANDO DE MIGUEL, I., «El concepto de “valor negociable” y la aplicación en España de la cultura de la transparencia», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo I (*Introducción y títulos valor*), *cit.*, pgs. 1222 y ss.; MADRID PARRA, A., «Contratación electrónica», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo III (*Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación*), *cit.*, pgs. 2919 y 2920; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Valor

La técnica seguida por el RD 291/1992 se acoge a un criterio distinto del que establecía la LMV para definir los valores negociables. La LMV dejaba señaladas las tres características esenciales de los valores, a modo de pautas para la definición que efectuase el futuro desarrollo reglamentario: la *forma de representación y régimen* –que podía ser tanto la de título-valor, como la de anotación en cuenta<sup>42</sup>, la *negociabilidad* y la *agrupación en emisiones*<sup>43</sup>. Sin embargo, el artículo 2 RD 291/1992 presta bien poca atención a la descripción de las características que la LMV señaló y dedica la cláusula general a referirse de forma inconcreta al *contenido* –patrimonial– de los valores, a la *denominación* que reciban y a la forma de su *tráfico*<sup>44</sup>; a esto se añade la doble lista de valores –con la que, por la vía del ejemplo, se intentan llenar las referencias al «contenido» de los valores y su «denominación»–: una lista abierta de valores que sí tienen la condición de negociables y otra lista de valores no negociables –que se procura completar con el contenido del propio RD, y especialmente con los arts. 6 y 7–<sup>45</sup>. Esta es, en cierta medida, la técnica seguida en los ordenamientos estadounidense<sup>46</sup> e italiano<sup>47</sup>.

### 3.2. Recepción de los valores atípicos dentro del concepto amplio de valor negociable manejado por el RD 291/1992.

Merece ser destacado, como un aspecto positivo de la definición contenida en el artículo 2 RD 291/1992, el *criterio elástico* que ha seguido para la delimitación del concepto de valor negociable o mobiliario, que –a costa de una cierta imprecisión

negociable», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, *cit.*, pg. 6797; observa este Autor que «aun cuando todos los valores expresan o incorporan derechos subjetivos no cualquier derecho puede transformarse en un valor y mucho menos en valor negociable. Para que una posición jurídica pueda llegar a configurarse de ese modo ha de reunir una serie de *características*, entre las cuales destaca especialmente el que se refiera a facultades de estricto significado patrimonial, que permitan su tratamiento como “cosa”, y que resulten susceptibles no sólo de circular libremente por la corriente del tráfico sino de comprarse y venderse masivamente en un mercado público, conforme a puras variables impersonales de precio y cantidad» (*op. cit.*, pg. 6798).

42. Hablando de esta cuestión es cuando la LMV afirma que «se abandona (...) la *relación biunívoca* dominante hasta hoy entre el mercado de valores y los “títulos-valores” y que se produce «la *disociación del concepto de valores negociables de una determinada fórmula de instrumentación jurídica*». Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 198; EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración...», *cit.*, pgs. 78 y ss.; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 989; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 267 y 277; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2662.

43. Vid. EM LMV, número segundo.

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

45. «La enumeración negativa de los que no pueden considerarse como “valores negociables” es poco relevante, en cuanto que menciona una serie de supuestos sobre los que difícilmente podría haber duda alguna de que efectivamente no lo son» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 27 y 28).

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

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

47. *Art. 18 bis L. 7* junio 1974.

sión que no podemos elogiarse— permite dar cabida a los nuevos valores —valores atípicos— que puedan surgir en los mercados financieros, tan creativos por lo que a este aspecto se refiere<sup>48</sup>. Este rasgo del concepto de los valores mobiliarios aportado por el artículo 2 RD 291/1992 es laudable, toda vez que supone una forma de tutela del inversor, evitando que haya instrumentos financieros que escapen a la norma<sup>49</sup>. La amplitud de la cláusula general de la definición de valor mobiliario que analizamos pretende contrarrestar el problema de la ilegalidad de los valores atípicos<sup>50</sup>.

La otra forma de evitar que los valores atípicos se escapen de la legalidad es elaborar un *régimen general* que permita acoger los nuevos valores que puedan surgir<sup>51</sup>.

Todos estos esfuerzos —sean de elaboración conceptual o de régimen— persiguen hacer valer el principio de seguridad jurídica —en este caso, que no haya

48. «La atipicidad en el marco del Derecho de valores significa la existencia de ciertos valores respecto de los cuales el ordenamiento no predispone un determinado régimen jurídico “típico”» (cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios...», *cit.*, pg. 1852; *vid.* VALENZUELA GARACH, F., «Valores negociables, títulos-valores y atipicidad», en IGLESIAS PRADA, J. L. [coord.], *Estudios Menéndez...*, Tomo I [*Introducción y títulos valor*], *cit.*, pg. 1389).

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

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

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

49. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 17, 18, 32 y 33. En efecto, «junto a los valores mobiliarios tradicionales que se ofrecían públicamente a los inversores, han ido surgiendo otros valores “innominados” o “atípicos”, que son fruto de nuevos “productos financieros” surgidos, en parte, como consecuencia de la autonomía de la voluntad y de la preocupación de los emisores de obtener mayores recursos, y debidos también al propósito de los emisores de huir de la normativa rígida y de los controles existentes respecto a los valores mobiliarios “típicos”» (*op. cit.*, pg. 8).

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

51. «Aun cuando, como es evidente, el régimen de los valores representados mediante títulos y los representados en anotaciones en cuenta divergen de modo profundo, sí interesa hacer notar la conveniencia de la existencia de un determinado régimen general —por supuesto diverso— para unos (es decir, los títulos-valores) y para los otros (los valores anotados) precisamente para hacer frente a los nuevos valores —los atípicos— que la realidad del tráfico nos muestra de modo creciente» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992»,

valores sin régimen alguno—. Nada tiene que ver este esfuerzo con una pretensión de poner coto a la creación de nuevos valores<sup>52</sup>. Por el contrario, en nuestro Derecho rige el *principio de libertad de emisión* «sin necesidad de autorización previa, salvo en ciertos supuestos excepcionales»<sup>53</sup>.

### 3.3. Caracteres definitorios de los valores negociables.

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

#### 3.3.1. CONTENIDO PATRIMONIAL DEL DERECHO QUE EL VALOR REPRESENTA

Los valores negociables son *derechos de contenido patrimonial*. El titular del valor lo es en tanto en cuanto que ha realizado una previa inversión; el valor representa el derecho que ha nacido a su favor en virtud de ese acto. El sujeto 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—<sup>54</sup>.

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

#### 3.3.2. AGRUPACION EN EMISIONES —EM LMV, NUMERO 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 LMV, los cuales, como es sabido, cuentan con su propia regulación en la Ley 19/1985, de 16 julio, Cambiaria y del Cheque<sup>55</sup>.

*cit.*, pg. 43; *vid.* también, del mismo Autor, *Instituciones...*, 15.ª ed., *cit.*, pg. 372; EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración...», *cit.*, pgs. 7 y ss.).

52. «Que interesa admitir, entre otras razones, dada la intercomunicación de los distintos mercados y la competencia entre ellos» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 45 y 46).

53. EM LMV, núm. 4; *vid.* art. 25 LMV.

54. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 35; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 21 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 392.

55. La versión 13 enero de 1988 del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores, señala expresamente en su art. 3.3 que quedan exceptuados de la posibilidad de representación por medio de anotaciones en cuenta «las letras de cambio, pagarés y cheques regulados en la Ley 19/1985, de 16 julio, Cambiaria y del Cheque».

*Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios...», *cit.*, pg. 1855; MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación...», *cit.*, pg. 705.

No debe olvidarse, sin embargo, pueden ser negociados en los Mercados de Valores. Cfr.



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

La agrupación en emisiones es un concepto algo más amplio que la agrupación en series; esta segunda supone que todos los valores integrantes de la serie tengan idénticas características<sup>56</sup>, por el contrario, entre los valores que integran una emisión bastará con que exista una cierta *homogeneidad*<sup>57</sup>. En este rasgo se percibe, una vez más, el criterio flexible de la LMV, con el que busca dilatar los márgenes del concepto de valor mobiliario o negociable, pues afirma que «no hay razón para no considerar agrupados en una «emisión», de conformidad con las prácticas habituales de numerosos mercados financieros, instrumentos que puedan ser bastante heterogéneos en algunas de sus características económicas (vgr. plazo o tipo de interés) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente a las previsiones de la presente Ley» —EM LMV, número segundo—. La LMV también habla de *la difícil concreción legal del concepto de agrupación en serie*<sup>58</sup> y en ello encuentra un motivo más para abandonar este elemento como criterio delimitador del concepto de valor negociable<sup>59</sup>.

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

---

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 91; *vid.* «Normas sobre el mercado de letras de cambio en la Bolsa de Madrid», *RDBB*, 1981, núm. 1, pgs. 157 a 168; «Normas sobre el mercado de pagarés de empresa en la Bolsa de Madrid», *RDBB*, 1982, núm. 8, pgs. 847 y ss.; VERDERA Y TUELLS, E., «Las actividades parabancarias. Innovación y desintermediación en el sistema financiero español», en RESTUCCIA, G. (dir.), *L'attività parabancaria*, Milano, 1987, pgs. 165 y 166; TRUJILLO DEL VALLE, J. A. y CUERVO-ARANGO, C., *El sistema financiero español*, Barcelona, 1985, pgs. 138-139; CUERVO GARCÍA, A./PAREJO SÁIZ, J. A./RODRÍGUEZ SÁIZ, L., *Manual del Sistema Financiero*, Barcelona, 1987, pgs. 124 y 127.

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

57. *Cfr.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 16 y 37; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios...», *cit.*, pg. 1855.

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

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

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

financiera o *responder a una unidad de propósito*<sup>60</sup>. 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*<sup>61</sup>.

El RD también se detiene en detallar *qué diferencias podrán existir en un conjunto de valores*, sin que por ello se vea afectada su homogeneidad. Así, en el art. 4.3 RD 291/1992 se hace referencia a la posibilidad de que sea diverso el importe unitario de los valores, o las «fechas de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios; procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores; o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria. En particular, la homogeneidad no resultará alterada por el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o por la previsión de ampliaciones»<sup>62</sup>.

El artículo 4 RD 291/1992, en su párrafo 4, añade a las observaciones de carácter positivo y negativo de los dos párrafos anteriores un comentario referido al caso específico de *programas de emisión continua o abierta de valores homogéneos*<sup>63</sup>. Se incluyen en este supuesto los programas de emisión de pagarés de empresa<sup>64</sup>, o de emisiones con período de suscripción indefinido o de larga duración. En estos casos «el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a los efectos de poder considerar los valores integrados en una misma emisión, podrán establecer límites al saldo vivo o importe de los valores emitidos, a la duración del programa de emisión o del período de suscripción, o a la diferencia máxima entre los plazos de amortización de los valores emitidos».

La homogeneidad existente entre los valores que integran una emisión permite que, cuando ésta sea completa, aquéllos sean tratados como bienes *fungibles*. La fungibilidad de los valores es fundamental para el régimen de transmisibilidad de éstos cuando se encuentran representados por medio de anotaciones en cuenta<sup>65</sup>.

### 3.3.3. NEGOCIABILIDAD –EM LMV, NUMERO SEGUNDO; ART. 2 LMV–

El propio término con el que se designan los *valores negociables* explicita que la negociabilidad es un requisito esencial delimitador de esta categoría de valores –en efecto, la negociabilidad y la agrupación en emisiones son las dos características

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

61. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 36 a 38; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVARDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, Madrid, 1994, pg. 1290; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 152.

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

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

63. Vid. art. 6.2 RD 116/1992.

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

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

más determinantes de los valores negociables<sup>66</sup>-. La concurrencia o no de este requisito nos permite distinguir entre dos tipos de valores: los valores negociables y los no negociables<sup>67</sup>. Tan sólo los primeros están comprendidos dentro del ámbito de regulación de la LMV<sup>68</sup>.

La EM LMV presenta la negociabilidad como «algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos»<sup>69</sup>. La LMV establece esta distinción entendiendo que la negociabilidad es una realidad de tintes más económicos que jurídicos. La negociabilidad «deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes»<sup>70</sup>. A este mismo aspecto se refiere el artículo 2.1, f) RD 291/1992, cuando dice que los valores negociables deben ser susceptibles de «tráfico generalizado e impersonal».

Sin embargo, a la vista de la descripción de *negociabilidad* que nos ofrecen las dos normas citadas, parece que la negociabilidad *no supera el concepto de transmisibilidad*, sino que, por el contrario, se circunscribe dentro de él como un concepto más restringido: la negociabilidad hace referencia a una forma de transmisibilidad que no debe verse afectada por limitaciones o restricciones en el tráfico<sup>71</sup>. 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<sup>72</sup>.

Esta ausencia de restricciones a la libre transmisibilidad permite el tráfico generalizado e impersonal al que nos acabamos de referir<sup>73</sup>. Por unos y otros cauces

- 
66. Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., *La actividad de gestión...*, cit., pg. 132; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"....», cit., pg. 1218.
67. Cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», cit., pg. 90. Vid. JAMES, J., *Richardson's Guide to Negotiable Instruments*, 8.<sup>a</sup> ed., London-Dublin-Edinburgh, 1991, pgs. 15 y ss.; este Autor distingue también entre «negotiable, quasi-negotiable and possible negotiable instruments» (*op. cit.*, pgs. 17 y ss.).
68. Vid. EM LMV, número segundo —donde, entre otras afirmaciones relativas a la negociabilidad de los valores, se comenta que «la Ley reposa sobre el concepto de "valores" o, para mayor precisión, de "valores negociables"»—; vid. también art. 2 LMV.
69. Vid. HAWKLAND, W. D., *Cases and materials on commercial paper and bank deposits and collections*, Brooklyn, 1967, pgs. 3 y ss.; JAMES, J., *Richardson's Guide...*, cit., pg. 26 y ss.; FORNÍES BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», cit., pg. 2662; MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación...», cit., pg. 705; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», cit., pg. 22 y «Acciones y obligaciones representadas...», cit., pg. 393.
70. Cfr. EM LMV, número segundo. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «La atipicidad de los valores mobiliarios...», cit., pg. 1855.
71. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», cit., pg. 38.
72. Así, en el art. 27, f) D. 1506/1967, de 30 junio, por el que se prueba el Reglamento de Bolsas, se establecía como requisito para la admisión de valores a cotización «la inexistencia de restricciones estatutarias para la libre transmisibilidad». En esta misma línea, la Disp. Adic. 1.<sup>a</sup> 4 RD 291/1992 preceptúa que «los valores que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad». Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», cit., pgs. 38 y 39; POLO, A., «La admisión de valores a cotización oficial», cit., pg. 74.
73. Vid. art. 2.1, f) RD 291/1992.

lo que se pretende es facilitar la *objetivación* de los valores para que puedan ser negociados de forma ágil y segura en un «mercado de índole financiera»<sup>74</sup> —piénsese, además, en el caso de los valores anotados en cuenta, en la concurrencia de la fungibilidad de los valores con la negociabilidad de éstos, en el sentido en que la estamos comentando—.

### 3.3.4. UNIDAD EN LA FORMA DE REPRESENTACION

Por disposición del artículo 5.1 LMV los valores negociables o mobiliarios podrán representarse indistintamente por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. Tanto una como otra forma son igualmente hábiles para la representación de estos valores, sin que pueda afirmarse que la forma de representación es un elemento determinante o configurador de la esencia de los valores negociables<sup>75</sup>.

Conviene tener presente, sin embargo, que algunos valores negociables, por exigencia de su propia naturaleza y régimen específico, habrán de acudir necesariamente a una u otra de estas dos formas de representación. Las letras de cambio, los pagarés o los certificados de depósito deben representarse por medio de títulos. Por su parte, todos aquellos valores que se negocien o pretendan ser admitidos a negociación en mercados secundarios habrán de representarse en forma de anotaciones en cuenta<sup>76</sup>. Pero estas exigencias, repetimos, no inciden en la configuración de estos valores como negociables o no negociables.

Sin embargo, hay una nota que el artículo 5.1 LMV sí que presenta como esencial al concepto de valor negociable y es que «la modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en la misma emisión»<sup>77</sup>.

---

En este sentido, SANTOS MARTÍNEZ sí que encuentra diferencia entre los términos *transmisibilidad* y *negociabilidad*; pues por un lado puede situarse la «*transmisibilidad*» como concepto eminentemente jurídico —pues por un lado juegan un *tradens* y un *accipiens* determinados— y por otro la *negociabilidad*, «cargada de resonancias económicas (...) en la cual quienes contratan responden a una imagen objetiva, casi impersonal, y en la que, además, en multitud de ocasiones, quedan en un segundo plano, desdibujados, si no preteridos, el verdadero titular-vendedor y el verdadero adquirente-comprador. Lo que ya venía sucediendo antes de esta ley, pues el agente de cambio y bolsa, en su actuación característica, contrataba callando el nombre del comitente» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 22 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 393).

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

*Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 39.

75. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 39; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 22 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 393.

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

76. Arts. 31 LMV y 29 RD 116/1992 y Disp. Adic. 1.<sup>a</sup> 5 LSA.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pgs. 39 y 40.

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

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», *cit.*, pg. 40; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pgs. 252 y 253; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pgs. 1012; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 270; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.*, pg. 63.

Excepcionalmente, se admitirá que este principio se rompa en aquellos supuestos específicos en los que, siguiendo el procedimiento previsto por el propio RD 116/1992, se proceda al cambio en la modalidad de representación –art. 2 *in fine* RD 116/1992<sup>78</sup>, en relación con art. 4 RD 116/1992<sup>79-80</sup>.

Es importante observar que la unidad de representación no es un requisito meramente formal. La forma de representación es una cuestión que tiene consecuencias de gran relevancia por lo que se refiere al *régimen de transmisión o circulación de los valores*, que será distinto en función de que éstos se representen por medio de títulos-valores o por medio de anotaciones en cuenta. Así entendido, resulta obvio que la unidad de representación sea uno de los caracteres definitorios de los valores negociables, pues, al referirse a aspectos operativos, determina, en gran medida, la *negociabilidad* que pretende predicarse de estos valores. El artículo 4.2 RD 291/1992 hace referencia de modo indirecto a este aspecto, pues establece que uno de los criterios que determinan la homogeneidad de los valores es su igual naturaleza y *régimen de transmisión*<sup>81</sup>.

Apoyándose en la uniformidad de representación de los valores, el legislador ha podido ordenar el tráfico de éstos, con miras a agilizar su circulación. En el caso de los valores anotados en cuenta, de otro modo no sería posible que éstos se viesen revestidos de la fungibilidad que es necesaria para llevar a término las operaciones de compensación y liquidación<sup>82</sup>.

#### 4. CONCEPTO DE «VALOR ANOTADO EN CUENTA»

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

La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta supone abrir un capítulo nuevo –poner punto y aparte– con relación a los títulos-valores<sup>83</sup>.

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

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

Vid. ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pg. 254.  
Vid. *infra* VI.3.2.

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

81. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Comentario al art. 2 del RD 291/1992», cit., pg. 40.

82. Arts. 8.3 LMV y 17 RD 116/1992.

83. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores...», cit., pgs. 217 y ss.

La ruptura con los títulos-valores no es total, pues hay principios originarios del sistema cartular que son aplicables al sistema de anotaciones. Pero sí que se puede decir que los valores anotados han roto con los títulos-valores y su régimen en todos aquellos aspectos que, *en cuanto forma de representación de los valores*, habían convertido los títulos en un instrumento distorsionador del tráfico jurídico-económico.

Así, lo que se había llamado «razón biológica de los títulos-valores» –evitar los inconvenientes de la invisibilidad de los derechos subjetivos<sup>84</sup>, que constituyó el fundamento de la teoría de la incorporación del derecho al título –y, en general, de la dogmática de los títulos-valores–, se convierte en la antítesis del objetivo pretendido por el sistema de anotaciones. Conforme a los principios del sistema tabular, la *tangibilidad* de los derechos es considerada ahora como un lastre<sup>85</sup>.

La anotación en cuenta, como forma de representación de los valores negociables, trae consigo, como principal aportación, la *desmaterialización de los valores*. Por tanto, en este aspecto –no así en los aspectos funcionales–, la anotación en cuenta se configura como el modelo antagónico del título-valor; todos los esfuerzos de la teoría de los títulos-valores por afirmar la corporeidad de los valores han sido desplazados por la necesidad de desmaterializar los valores. En consecuencia, *ya que los valores anotados no se encuentran conceptualmente vinculados a cuerpo material alguno, no es preciso seguir acudiendo a la estructura ni a la expresión metafórica de la incorporación* –por eso entendemos que expresiones como «incorporación no documental» o «incorporación inmaterial» no se corresponden con la esencia de los valores anotados<sup>86</sup>. Con mayor motivo resulta impropia la expresión «Deuda del

84. Cfr. GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J., *Tratado...*, cit., pg. 13 y *Curso...*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., cit., pg. 721.

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

86. Rojo FERNÁNDEZ-RÍO comenta que «la incorporación documental no agota las posibilidades de incorporación. El crédito –el *valor*– no queda desincorporado, sino incorporado a una base física distinta del documento. Al lado de la incorporación documental –*cuyo ámbito será mayor o menor según el concepto de documento que se tenga*– existe una incorporación documental. Si la incorporación documental es una incorporación material, la incorporación a una anotación en cuenta es una incorporación inmaterial» (cfr. «El sistema español de anotaciones en cuenta», cit., pgs. 108 y 109).

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

Estado *materializada en anotaciones en cuenta*», utilizada por las primeras normas que introdujeron entre nosotros esta forma de representación de los valores<sup>87</sup>.

El modo de alcanzar la desincorporación<sup>88</sup> ha sido la *representación registral* de los valores. Entendemos que es un error atribuir a la informática el mérito de la nueva concepción de los valores como valores desmaterializados. Por supuesto que el tratamiento informatizado de la información ha jugado un papel fundamental en este proceso, pero la suya ha sido una función técnico-instrumental. Lo que ha permitido que, desde la lógica jurídica, se afirme la desmaterialización de los valores ha sido la *configuración de un sistema registral específico*<sup>89</sup> que, gracias a la atribución de fuerza constitutiva a las inscripciones registrales relativas a valores negociables y sin necesidad de servirse de la representación documental, permite la constitución de los valores como bienes inmateriales y el ejercicio de los derechos que de ellos se derivan<sup>90</sup>.

---

Por su parte, OLIVENCIA RUIZ entiende que, roto el vínculo entre el derecho y el título, no tiene sentido referirse a las anotaciones en cuenta como *formas de documentación o materialización* de los derechos —como hacen la Ley General Presupuestaria (RD Ley 1091/1988, de 23 septiembre) o la Ley 21/1986, de 23 diciembre de Presupuestos Generales del Estado para 1987— (cfr. «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pgs. 28 y 29).

*Vid.* también PARICIO SERRANO, L., «La evolución del título-valor y el artículo 1384 del Código Civil (Comentario a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 mayo 1987)», en *RDBB*, 1988, núm. 31, pg. 683.

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

Esta terminología empleada por nuestro Derecho positivo influyó, casi de modo inevitable, en nuestra doctrina: así ORTEGA, en «Los Pagarés del Tesoro...», *cit.*, pgs. 119 y 120, afirma que las emisiones de Deuda Pública «pueden *materializarse en anotaciones en cuenta*».

88. Concepto éste en torno al cual —entiende PAZ-ARES— se agrupan «todos aquellos fenómenos, tanto fácticos como normativos, por virtud de los cuales la existencia, la transmisión o el ejercicio del derecho se desgaja o independiza, en mayor o menor medida, de la producción, de la tradición o de la presentación del título en que tradicionalmente se hallaba documentado» (cfr. «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 90).

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

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

90. En cuanto a la ausencia de medios documentales en el sistema de anotaciones, ha dado mucho que pensar y ha ocasionado críticas —cuestionando la coherencia lógica del sistema de anotaciones— el recurso a los *certificados* para la acreditación de la legitimación registral —establecido por el art. 12 LMV y desarrollado en los arts. 18 y ss. RD 116/1992 (sobre este particular, *vid. infra* VII.2)— así como la exigencia de otorgamiento de *escritura pública* para proceder a la inscripción constitutiva de los valores en el registro —arts. 6 LMV y 6 y ss. RD 116/1992; *vid. infra* VI.1.1—.

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

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

ALONSO ESPINOSA, concede a los certificados una fuerza mayor —en nuestra opinión— que la que el legislador ha querido atribuirles y, comentando el régimen de las acciones anotadas, afirma

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

Somos conscientes de que, en la práctica, la gestión de las anotaciones en cuenta se lleva por medios informáticos, pero nos parece equivocado construir el concepto de anotación en cuenta fundamentándolo en la informática, cuando ésta tiene tan sólo una función accesoria, instrumental e, incluso –hipotéticamente–, sustituible. En los artículos 5 a 12 LMV, en los que se configura el régimen de los valores anotados, no se hace mención alguna de la informática –tampoco en los arts. 11 a 17 RD 116/1992, que, bajo el título «Régimen jurídico de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta», integran la sección tercera, del capítulo primero, del título primero–. Aparece una referencia a la informática en el artículo 24 RD 116/1992 cuando, al ocuparse del *libro diario de inscripciones*, establece, *con carácter potestativo*, que «la Entidad encargada o adherida llevará un libro o fichero informático de inscripciones». Cabe, por tanto, la posibilidad de que las anotaciones en cuenta sean llevadas en un libro de papel, pues para la concepción dogmática de las anotaciones en cuenta es indiferente que las inscripciones se efectúen en un libro de papel o en un fichero informático –por supuesto que no nos cabe duda acerca de las ventajas de la informática y de la conveniencia de optar por ella a la hora de llevar los registros contables de valores; pero, insistimos, aquí lo que pretendemos es disociar el plano práctico del teórico y afirmar que, en este segundo, la informática es prescindible–. Por lo demás, conviene también observar que la necesidad de dotar de *operatividad* al sistema ha llevado a exigir que en los mercados secundarios –en los que el volumen de las operaciones es siempre elevado– la llevanza de los registros sea informatizada<sup>91</sup>.

El *registro* ha jugado dentro del sistema de anotaciones en cuenta la misma función que jugó la *documentación* en el sistema de títulos-valores. Ambos son *formas de representación de los derechos subjetivos*. La informática, sin embargo, no es sino un instrumento técnico que permite la llevanza del registro de anotaciones<sup>92</sup>. La informática no es una categoría o institución jurídica, por lo que no parece adecuado construir la doctrina de los valores anotados en cuenta sobre la base de la informática. La verdadera fundamentación de la dogmática de los valores anotados en cuenta no se encuentra en la informática, sino en el registro, o, mejor, en los principios registrales<sup>93</sup>.

que los certificados del art. 12 LMV «suponen, en realidad, la *forma jurídica de "materializar" las acciones representadas informáticamente*» –el subrayado es nuestro– (cfr. «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pg. 61).

Vid. RECALDE CASTELL, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 390, donde se hace referencia a los certificados, destacando los «recelos que están generando»; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto...», *cit.*, pg. 2850.

91. Este modo de tratar los valores es conocido en el modelo alemán como *EDV –elektronische Datenverarbeitung* (tratamiento electrónico de datos)– (vid. LÜTTICKE, K.-E., *Elektronische Verbrie-fung von Effektenrechten?*, *cit.*, pgs. 221 y ss.).
92. Instrumento utilísimo, toda vez que el registro de anotaciones en cuenta es un registro *contable*, dentro del cual la movilidad de los datos inscritos es muy frecuente.
93. Por eso, en nuestra opinión, no resulta acertado el término «*valores informatizados*» utilizado



En la doctrina de los títulos-valores el acto de la impresión del título tan sólo ocupa un segundo plano. El primer plano dentro de la argumentación o discusión jurídica se concede a la documentación, que es una institución jurídica. La *documentación* ocupa dentro de la teoría de los títulos-valores el mismo lugar que ocupa la *representación registral* dentro del sistema de anotaciones en cuenta —ambas son formas reconocidas por el Derecho para la representación de derechos subjetivos y, en este caso, concretamente, para la representación de los valores negociables—. Del mismo modo, se puede decir que la *informática* ejerce, dentro del sistema de representación tabular, una función instrumental semejante a la desempeñada por el *papel impreso* —y, si se quiere, por las distintas técnicas de impresión gráfica— en el sistema de representación cartular. La representación registral es a la representación documental lo que la informática es al papel y los procedimientos de impresión<sup>94</sup>.

Por tanto, la anotación en cuenta se configura como una forma de representación de los valores negociables, que tiene una clara fundamentación en los principios registrales y que goza, sin embargo, de una identidad propia, que le permite distinguirse no sólo —por supuesto— de los títulos-valores, sino también del modelo de los registros jurídico-privados de bienes<sup>95</sup>.

Lo que el legislador buscaba al dar paso a esta forma de representación de los valores era salir definitivamente de la crisis de los títulos-valores atacando el problema en su raíz misma: es decir, *sustituyendo* el título-valor por otro medio de representación de los valores<sup>96</sup>. Si los principales problemas de la crisis del papel

---

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

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

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

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

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

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

Sobre la naturaleza de los registros contables de valores anotados *vid. supra* III.1.1.

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

fueron la pérdida de agilidad y de seguridad en el tráfico de los valores, la anotación en cuenta tendrá que traer consigo una mejora en las referidas *agilidad y seguridad en el tráfico*. Por el momento, parece ser que así ha sido<sup>97</sup>.

#### 4.2. Caracteres específicos de los valores anotados en cuenta.

La *negociabilidad*, la *agrupación en emisiones*, la *unidad en la forma de representación* y el *contenido patrimonial* del valor son características de los valores anotados, en la medida que lo son de los valores negociables –concepto más amplio que el de valor anotado en cuenta y en el cual se apoya la LMV para delimitar su propio ámbito de aplicación<sup>98</sup>–. Estas características no se desprenden del acto de anotación del valor en la cuenta correspondiente, sino que le son propias, de modo antecedente, al valor negociable que pretende acceder a esta forma de representación. Pero, junto a éstos, existen otros caracteres que sí son específicos de los valores anotados en cuenta, en cuanto tales valores anotados. Son la *nominatividad*, la *irreversibilidad*, la *reserva de denominación* y la *fungibilidad*.

##### 4.2.1. CARACTER ESENCIALMENTE NOMINATIVO

Tal como se encuentra configurado el sistema español de anotaciones en cuenta, todos los valores anotados adoptan necesariamente forma nominativa, o, mejor dicho –y así evitamos acudir a una terminología que es más propia de los títulos-valores–, *no cabe el anonimato* en la titularidad de los valores anotados tal como han sido configurados por nuestro ordenamiento<sup>99</sup>. 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*<sup>100</sup>. A este respecto

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

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

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

98. Art. 2 LMV.

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

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

100. Salta a la vista, una vez más, que los valores representados por medio de anotaciones son una figura inspirada en los títulos-valores, pero *distinta de éstos*, pues la tradicional clasificación de los títulos –conforme a su ley de circulación o forma de estar designado el titular– en títulos nominativos, títulos a la orden y títulos al portador (*vid.*, entre otros, GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J., *Curso...*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pgs. 730 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, *cit.*, pg. 377 ss.; VICENT CHULÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, Tomo II (*Contratos-Títulos valores-Derecho Concursal*), 3.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1990, pgs. 609 a 611; URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho mercantil*, 14.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1987, pgs. 724 y ss.; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pgs. 596 y ss.), encuentra dificultades para su aplicación en el caso de los valores anotados en cuenta.

señala la Disposición Adicional 1.<sup>a</sup>.6 LSA que las Entidades encargadas de llevar el registro contable de los valores anotados están obligados a comunicar a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas.

Esto no significa que la anotación en cuenta, como forma de representación de los valores, no admita alguna modalidad en la que se respete el anonimato de su titular<sup>101</sup>, pues en el Derecho comparado encontramos soluciones que contemplan esta posibilidad<sup>102</sup>.

En consonancia con este carácter nominativo que comentamos –y en virtud del principio de legitimación registral–, se entenderá que el titular legítimo del valor será la persona a cuyo nombre aparezca éste inscrito en el registro y podrá ejercer todos los derechos a que éste le faculte<sup>103</sup>. Para el ejercicio de estos derechos el titular del valor podrá solicitar de la Entidad encargada del registro la expedición un certificado de legitimación, que, igualmente, habrá de ser necesariamente nominativo<sup>104</sup>.

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

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

102. Los sistemas francés y danés instrumentan la forma de anotar valores en cuenta respetando el anonimato de su titular (*vid. RECALDE CASTELL, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», cit., pg. 371, nota 22*).

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

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

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

103. Art. 15 RD 116/1992.

104. Arts. 12 LMV y 18.1 RD 116/1992.

su nominatividad en alguna disposición legal o que su transmisibilidad esté sujeta a transmisiones<sup>105</sup>.

#### 4.2.2. IRREVERSIBILIDAD DE LA FORMA DE REPRESENTACION

El artículo 5.1 LMV ofrece la posibilidad de que los valores negociables puedan representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. Sin embargo, las anotaciones en cuenta son presentadas como la *opción preferente*<sup>106</sup>, 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<sup>107</sup>.

La intención del legislador es *dar libertad* a las Entidades emisoras a la hora de escoger la forma de representación de los valores, *reforzando*, sin embargo, la posición de los valores anotados en cuenta por medio de la irreversibilidad que comentamos. En la misma línea de impulso de la anotación en cuenta de los valores nos encontramos, por un lado, la imposición contenida en la Disposición Adicional. I.<sup>ª</sup>.5 LSA, exigiendo que todas las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial deban representarse por medio de anotaciones en cuenta; y, por otro lado, nos encontramos con el Mercado de Deuda Pública, configurado también como un ámbito reservado a las anotaciones en cuenta. Nuestro sistema no ha querido imponer por la fuerza y de modo generalizado la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta<sup>108</sup>, pero, dadas las ventajas del sistema, sí que pretende favorecer su implantación e, incluso, exigirla para los sectores que acabamos de señalar. Podríamos decir que la «previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos», de la que habla el párrafo segundo de la EM LMV, es, más bien, una *propiciada*

105. Este último supuesto —«cuando la transmisibilidad de las acciones esté sujeta a restricciones»— en opinión de MEJÍAS GÓMEZ (en «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 114) es de difícil admisión, pues no resulta compatible con una de las características que definen la naturaleza de los valores anotados: la negociabilidad. Y añade que en el caso específico de las acciones admitidas a negociación en las Bolsas de Valores —por aplicación transitoria del art. 27.f del Reglamento de Bolsas— el sometimiento a cláusulas restrictivas de la transmisibilidad resulta inadmisibile.
106. PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1012) señala que la «tendencia favorable a las anotaciones en cuenta se manifiesta al disponer que la representación por medio de anotaciones en cuenta será irreversible». MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», *cit.* pg. 90) observa que el legislador no proclama formalmente la desaparición de los títulos-valores, pero sí «impulsa el uso de las anotaciones en cuenta».
107. Arts. 5.1 y 2 LMV y 3 RD 116/1992.  
Vid. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1005; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.*, pg. 63; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1220; FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, Madrid, 1991, pg. 236.
108. Quizá la LMV opta por un sistema de anotaciones en cuenta de libre elección para evitar el rechazo que sufrió el sistema francés, introducido por las Leyes 28 febrero 1941, 14 febrero y 8 marzo 1942. Este sistema imponía el depósito obligatorio de todas las acciones al portador en la *Caisse Centrale de Dépôts et Virements de Titres* (CCDVT) —Ley 18 junio 1941—, pero la obligatoriedad del depósito lo hizo tan criticado que terminó siendo suprimido por Ley 5 julio 1949 (*vid.* MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 75).

pérdida de importancia de los títulos-valores, dada la conocida situación de crisis en la que se encontraban cuando la LMV hacía tal afirmación.

Sin embargo, la LMV otorga al Gobierno la facultad de determinar *supuestos excepcionales en los que sí sea admisible la reversibilidad* de las anotaciones en cuenta<sup>109</sup>. Es el artículo 3 RD 116/1992 el que establece que la representación en forma de anotaciones en cuenta será reversible cuando: 1.º) se trate de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial; 2.º) el emisor solicite la representación en forma de títulos, en consideración a la escasa difusión de los valores y 3.º) la CNMV dé su autorización. Será la Entidad encargada del registro contable la que haga entrega de los títulos a los titulares de los valores y, mientras que no sean recogidos, asumirá la función de depositaria de éstos.

#### 4.2.3. RESERVA DE DENOMINACION

Tan sólo los valores negociables que se representen en forma de anotaciones en cuenta conforme a lo establecido en la LMV y en el RD 116/1992 podrán ser 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<sup>110</sup>.

#### 4.2.4. FUNGIBILIDAD

El artículo 8 LMV prevé que reglamentariamente se establecerán las condiciones para que los valores anotados funcionen como fungibles<sup>111</sup>. En el artículo 17 RD 116/1992 encontramos el anunciado desarrollo reglamentario. Con la fungibilidad se pretende dotar a los valores anotados de aquella agilidad en el tráfico que les era propia, en sus orígenes, a los títulos-valores. Se pretende que las anotaciones en cuenta sean un instrumento que facilite la circulación de la riqueza. Por eso el

109. Art. 5.4 *in fine* LMV.

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

110. Art. 5 RD 116/1992.

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

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

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

Por lo demás, la *fungibilidad* ha sido tradicionalmente identificada como una de las características más significativas de los valores mobiliarios (*vid.* PELLIZZI, G. L., *Principi...*, *cit.*, pg. 151; CASTELLANO, G., «I titoli di massa», *cit.*, pg. 33).

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

artículo 8 LMV explicita que la fungibilidad de los valores anotados se persigue con miras a «las operaciones de compensación y liquidación»<sup>112</sup>.

Ya en los sistemas correctores se entendió que la fungibilidad de los valores sería un camino de simplificación de los problemas que había provocado la necesidad de manipulación de los títulos. En esos sistemas es más difícil articular la fungibilidad de los valores, pues éstos se encuentran previamente representados por medio de un instrumento —el título— que, en ocasiones, no es fungible y hay que esquivar, de forma más o menos indirecta, esta situación<sup>113</sup>.

En el caso de los valores anotados la determinación de su fungibilidad es más sencilla. Serán fungibles entre sí los valores que: 1.º) estando comprendidos dentro de una misma emisión, 2.º) tengan las mismas características<sup>114</sup>.

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

Son dos las consecuencias fundamentales que se desprenden de la fungibilidad que reviste los valores anotados. En primer lugar —con relación a los propios valores—, no será preciso atribuir ningún tipo de *referencia* a los valores para su identificación o individualización<sup>115</sup>. En segundo lugar —con relación al titular de los valores—, quien tenga inscritos a su nombre valores en un Registro contable será titular de una *cantidad determinada* de éstos, no de unos valores específicos<sup>116</sup>.

Los valores que se encuentren en *situaciones especiales*, como el sometimiento a derechos reales limitados u otra clase de gravámenes<sup>117</sup> o cuando su titular haya solicitado la expedición de un certificado<sup>118</sup>, rompen de forma excepcional con el

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

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

114. Art. 17.1 RD 116/1992.

Cfr. TAPLA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 267.

En estos aspectos se hace evidente la dimensión contable de los valores representados por anotaciones en cuenta (*vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 93 e *Instituciones...*, 15.ª ed., *cit.*, pg. 380), pues esta forma de representación nos permite tratar los valores como simples *unidades* dentro de una cuenta y atribuir *saldos* de valores a las distintas necesidades que surjan del tráfico jurídico: transferencia contable de un saldo de valores, como forma de llevar a término la transmisión de éstos; titularidad de un saldo de valores, como forma de explicitación del derecho de propiedad.

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

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

117. Arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992.

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

principio de fungibilidad de los valores anotados. En estas situaciones se procederá a la *especificación o desglose* de los valores<sup>119</sup>.

#### 4.3. Definición propuesta de «valor anotado en cuenta».

La realidad que se pretende identificar con el término «*valor anotado en cuenta*» tiene una componente objetiva y una componente formal. La primera de estas vertientes –la objetiva– nos sitúa ante los *valores negociables*: la realidad sustantiva u objetiva comprendida por los valores anotados en cuenta son los valores negociables. El aspecto formal de los valores anotados no puede ser otro sino la *anotación en cuenta*, como forma de representación de los valores. Es decir, el «*valor anotado en cuenta*» es una figura compleja, que permite comprender y tratar de modo unitario la institución que nace de la representación formal de los valores negociables por medio de anotaciones en cuenta<sup>120</sup>.

La precariedad que lamentábamos cuando más arriba nos referíamos a la falta de una definición clara de valor negociable<sup>121</sup> se agudiza ahora y se multiplica, pues tampoco existe en nuestro ordenamiento una definición de *anotación en cuenta*<sup>122</sup>, ni

119. Art. 17.3 RD 116/1992.

Por su parte, los arts. 10.1 LMV y 13.1 RD 116/1992 disponen que la constitución de derechos reales limitados y otra clase de gravámenes deberá *inscribirse en la cuenta correspondiente*, de donde se deduce la pérdida del carácter fungible del valor afectado por el gravamen.

Los arts. 18.2 y 21 RD 116/1992 hacen referencia a la inmovilización y desglose de los valores de los que se haya expedido certificado de legitimación.

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

121. *Vid. supra* IV.3.1.

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

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

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

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

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

Sin embargo, no coincidimos con este Autor cuando dice que el apunte contable se encuentra «materializado a través de un sistema informatizado». En cuanto al término «*materializado*», ciertamente para realizar la anotación contable es necesario usar unos medios materiales, pero el valor negociable no se vincula a esos elementos materiales –como ocurre con el derecho que se incorpora al título-valor–, el valor negociable anotado en cuenta *no se materializa*.

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

de *valor anotado en cuenta*<sup>123</sup>. En estas condiciones la definición a la que nos enfrentamos se presenta como una tarea difícil, ya que se apoya sobre dos conceptos de los que apenas<sup>124</sup> existen definiciones en nuestro ordenamiento y en nuestra doctrina<sup>125</sup>.

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

«*Valor negociable inscrito en un registro contable a nombre de aquél al que le corresponda la titularidad real plena, quien, en virtud de su legitimación registral, podrá ejercer*

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

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

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

(Vid. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M.<sup>3</sup> C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», cit., pg. 227).

No puede tacharse de incorrecta esta definición, pero hay en ella carencias importantes, que, a nuestro juicio, le hacen perder validez definitiva. Se pueden destacar como aspectos positivos de su enunciado: 1.º) la calificación de la anotación en cuenta como una *forma de representación*; 2.º) la identificación del derecho de crédito como *elemento objetivo* al que afecta la representación formal por medio de anotación en cuenta; 3.º) el *carácter sustitutivo* de la anotación en cuenta, frente al soporte documental y 4.º) destacar la *agilización del tráfico jurídico y económico* como finalidad perseguida por esta forma de representación de los valores. Pero la temprana fecha de elaboración de esta definición la ha condicionado de modo determinante. La *restricción al ámbito de la Deuda Pública* de que adolece es inevitable, toda vez que la representación de otro tipo de valores en forma de anotaciones era entonces desconocida en nuestro ordenamiento. Por otro lado, se echa en falta alguna referencia a la *naturaleza* que atribuye esta forma de representación a los valores que a ella se acogen y al modo de *ejercicio de los derechos* representados.

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

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

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

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

124. Es decir, tan sólo contamos:
- con la formulación de la *cláusula de cierre* del art. 2 RD 291/1992, que hace las veces de definición legal de *valor negociable* (vid. *supra* IV.3.1);
  - con la *definición doctrinal de anotación en cuenta* aportada por MEJÍAS y la recogida en las Alegaciones de la Junta Sindical del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid (vid. *supra*, en este mismo epígrafe IV.4.3);
  - con la *definición doctrinal de Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta*, de MARTÍNEZ GIMÉNEZ (vid. *supra*, en este mismo epígrafe IV.4.3).
125. Por lo que es mayor nuestra confianza en que sabrán ser disculpadas las imprecisiones que pueda contener la definición que formulamos.



los derechos que del valor se deriven, así como constituir derechos reales limitados o gravámenes sobre éste».

Los aspectos que hemos intentado destacar con esta definición son:

- El «valor negociable» es el elemento objetivo que, al presentársenos bajo la forma de anotación en cuenta, da lugar al valor anotado en cuenta<sup>126</sup>.
- La «inscripción» es un elemento esencial en los valores anotados, pues da lugar a la constitución de estos valores en cuanto tales, permite que se produzca la mutación jurídico-real cuando se efectúa una transmisión de valores y que sean oponibles a terceros determinados actos jurídicos sobre éstos<sup>127</sup>.
- Es fundamental hacer referencia al «registro contable», para destacar las dimensiones registral y contable que describen la naturaleza de los valores anotados<sup>128</sup>.
- La mención de que los valores son inscritos en el registro «a nombre de» quien sea su titular evidencia su nominatividad, que, en el sistema español, es una característica esencial de los valores anotados en cuenta<sup>129</sup>.
- La alusión a la «titularidad real plena» y a la constitución de «derechos reales limitados» sobre los valores es un reconocimiento de la inclusión de normas y principios de los derechos reales en el régimen de los valores anotados en cuenta<sup>130</sup>.
- La referencia en nuestra definición a la «legitimación registral» es expresión de la existencia de otra importante fuente de inspiración en el régimen de los valores anotados en cuenta: los principios del Derecho registral<sup>131</sup>.
- Los «derechos que del valor se deriven» podrán ser de distinto orden, pues los valores negociables han sido configurados por el artículo 2 RD 291/1992 como un amplio género, dentro del cual encuentran cabida valores de distinta especie –incluso valores atípicos– y cada uno de ellos lleva aparejados derechos –o conjuntos de derechos, como es el caso de las acciones– distintos<sup>132</sup>.

---

126. Vid. *supra* IV.3.

127. Vid. *infra* VI.1.6., VIII.1.2., VIII.2. y IX.2.2.1.1.2.

128. Vid. *infra* V.2. y V.3.

129. Vid. *supra* IV.4.2.1.

130. Vid. *infra* V.2.1.

131. Vid. *infra* V.2.2.

132. Vid. *supra* IV.3.2.

## Naturaleza jurídica de los valores anotados en cuenta

**SUMARIO.**—1. LOS VALORES ANOTADOS COMO UNA CATEGORIA ESPECIFICA DENTRO DE LOS VALORES MOBILIARIOS.—1.1. Componente objetivo —el valor mobiliario o negociable— y componente formal —la representación contable registral— de los valores anotados en cuenta.—1.2. Calificación jurídica de los valores anotados en cuenta.—1.2.1. La equivocada pretensión de identificar los valores anotados con una forma evolucionada de los títulos-valores.—1.2.2. Los valores anotados tienen naturaleza jurídica propia.—1.2.2.1. Primeros pronunciamientos de la doctrina española sobre este particular.—1.2.2.2. La naturaleza de los valores anotados se identifica con la de los *Wertrechte* o *Bucheffekten*.—1.2.2.3. Naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta.—1.2.2.4. Identidad de la función económica ejercida por los títulos-valores y por los valores anotados en cuenta.—2. CONFLUENCIA DE LOS PRINCIPIOS PROPIOS DE LOS DERECHOS REALES Y LOS PRINCIPIOS DEL DERECHO REGISTRAL.—2.1. Distinción, dentro del régimen de los valores anotados en cuenta, de los elementos inspirados en el sistema registral y los inspirados en el sistema de títulos.—2.2. El sistema de anotaciones es, fundamentalmente, un sistema registral.—3. DIMENSION CONTABLE DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.—3.1. Posibilidad de incardinar el valor anotado en cuenta dentro de la categoría del hecho contable. Elementos de carácter contable configuradores de la naturaleza y régimen de los valores anotados en cuenta.—3.2. La transferencia contable de valores —pieza clave del sistema de anotaciones en cuenta—.—3.2.1. La transferencia como *operación contable* carente de naturaleza negocial. El pacto de transferencia y el pacto de contabilidad.—3.2.2. Abono y adeudo —o cargo— de los valores en las cuentas del transmitente y el adquirente.

### 1. LOS VALORES ANOTADOS COMO UNA CATEGORIA ESPECIFICA DENTRO DE LOS VALORES MOBILIARIOS

#### 1.1. Componente objetivo —el valor mobiliario o negociable— y componente formal —la representación contable registral— de los valores anotados en cuenta.

Hay dos cuestiones —que ya hemos tratado— que deben ser tenidas en cuenta en el debate sobre la naturaleza de los valores anotados.

La primera circunstancia que interesa resaltar es la *identificación de los conceptos valor negociable y valor mobiliario*<sup>1</sup>, toda vez que podemos entender que serán aplicables a los valores anotados las disposiciones normativas y las consideraciones doctrinales que hagan referencia tanto a una como a otra acepción de esta realidad.

Por otro lado, hemos de tener presente que el valor anotado en cuenta es una realidad compleja, en la que confluyen un componente objetivo –el valor mobiliario– y un componente formal –la anotación en cuenta, como medio de representación registral del valor mobiliario–<sup>2</sup>.

De esta circunstancia se extrae, entre otras, una consecuencia de especial importancia, como es el *carácter real de la titularidad sobre los valores anotados*, pues, aunque el contenido de éstos pueda ser un derecho de crédito, la *representación registral* permite que sean aplicables a los valores normas del Derecho de cosas<sup>3</sup>.

## 1.2. Calificación jurídica de los valores anotados en cuenta.

Toda la herencia acumulada en nuestro Derecho de los últimos años sobre la desmaterialización de los valores fue recogida por la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores. En ella se da una *forma definitiva* a la figura de los valores anotados dentro de nuestro ordenamiento –comprendiendo dentro de su ámbito tanto los valores de Deuda pública, como cualquier otro tipo de valores negociables<sup>4</sup>– y se sientan las bases sobre su régimen jurídico<sup>5</sup>.

Sin embargo, las opiniones doctrinales son divergentes por lo que se refiere a la descripción y calificación de la naturaleza jurídica de los valores anotados en cuenta. Es criticable, en este sentido, que la Ley no se haya detenido en un esfuerzo de delimitación conceptual, que arrojase algo de luz sobre la cuestión<sup>6</sup>.

1. *Vid. supra* IV.2.

2. *Vid. supra* IV.4.3.

3. *Vid. infra* V.1.2.2.1.

4. Si hasta la fecha tan sólo la Deuda pública había sido objeto de desmaterialización, desde esta Ley «todos los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta» –art. 5 LMV–. De modo más explícito, dice el art. 2 que «quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, *públicas o privadas*».

5. En los arts. 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores –y en su desarrollo en el RD 116/1992, de 14 febrero– se definen los aspectos principales que configuran el régimen jurídico de estos valores. Queda claramente establecido: 1.º) cómo es el nacimiento o modo de constitución de estos valores –art. 8 LMV–; 2.º) cómo se determina su contenido –art. 6 LMV–; 3.º) cómo se procede a su transmisión –art. 9 LMV–; 4.º) cómo se constituyen sobre ellos derechos reales limitados u otra clase de gravámenes –art. 10 LMV– y 5.º) se establece un régimen de legitimación registral –susceptible de ser instrumentado mediante certificados (art. 12 LMV)– para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores anotados en cuenta –art. 11 LMV–.

6. Sorprendentemente, tampoco se entretuvo el legislador en recoger ningún concepto de *valor negociable*, lo cual no le impide afirmar en el número segundo de la Exposición de Motivos que «la Ley reposa sobre el concepto de “valores” o, para mayor precisión, de “valores negociables”». Tan cierto es ese papel fundamental que atribuye la Ley al concepto de valor negociable que, como ya hemos podido ver, la *puerta de acceso* a la representación en forma de anotaciones en cuenta será contar antes con dicha condición.

Todo cuanto dice la Ley en este sentido, en el mismo número segundo de la Exposición de Motivos, es que se trata de un «concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal, pero *no por ello carente de realidad*».

No resulta nada fácil la determinación de la naturaleza de los valores anotados en cuenta, pues se ven todavía afectados por la problemática que incidía sobre la figura de los títulos-valores: la situación *fronteriza* que ocuparon éstos entre el Derecho de obligaciones y el Derecho de cosas<sup>7</sup>. Pero ahora el debate entre los Autores que se han pronunciado sobre la cuestión es todavía mucho más sutil, pues se centra en el hecho de si existe o no *incorporación* en la configuración jurídica de los valores representados en forma de anotaciones en cuenta.

#### 1.2.1. LA EQUIVOCADA PRETENSION DE IDENTIFICAR LOS VALORES ANOTADOS CON UNA FORMA EVOLUCIONADA DE LOS TITULOS-VALORES

Para un sector doctrinal, la pieza clave de la dogmática del título-valor, que es la incorporación, sigue viva en los valores anotados en cuenta.

Pero, dentro de este modo de entender la naturaleza de los valores anotados, hay también distintos pareceres. El debate doctrinal ha conducido a una labor de minuciosa *disección* conceptual, que, lejos de arrojar luz sobre el asunto, quizá, ha sembrado mayor confusión. Hasta el momento *incorporación* y *materialización* podían considerarse términos sinónimos<sup>8</sup>. Sin embargo, ahora algunos de los Autores que niegan que la incorporación haya dejado de existir en los valores anotados, distinguen entre incorporación y materialización; de este modo, admitiendo que se produce una desmaterialización, entienden que la incorporación persiste en forma de una *incorporación inmaterial* o *desmaterializada*, que, en términos jurídicos, denominan *incorporación no documental*<sup>9</sup>.

Pero hay también quien mantiene no sólo que la incorporación sigue en pie, sino que en los valores anotados también se produce materialización<sup>10</sup>.

7. Aquella problemática fue resuelta concibiéndolos como *derechos subjetivamente reales*; consiguiendo así, como nos es sabido, que los derechos incorporados no viviesen «la vida que les es propia, sino una vida ajena: la vida de las cosas» (*vid.* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 107).
8. Uno más arraigado entre la doctrina francesa –*matérialisation*– e italiana –*materializzazione*– y otro –*Verkörperung*– con más predicamento en la doctrina alemana, donde tuvo su origen –si bien se emplea también en este ámbito, para referirse a la desmaterialización de los valores, el término *Entmaterialisierung*–.
9. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO comenta que «el pensamiento jurídico (...) tiene ante sí el dilema de admitir o no la fungibilidad del soporte al que se incorpora el valor, es decir, la posibilidad de admitir una *incorporación no documental*» (*cfr.* «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 108).  
CONTRA SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 73 y 74.
10. PÉREZ ESCOLAR afirma que «aunque a primera vista pudiera parecer que una de esas notas, la incorporación del derecho al título (la que con más énfasis suele destacar la doctrina), se ha desvanecido mediante un proceso de «desmaterialización» del documento, la verdad es que ocurre justamente lo contrario: lo único que ha cambiado en muchos casos es que el derecho no se incorpora a un «documento» en el sentido tradicional del término, un papel que recoge determinadas manifestaciones de voluntad suscritas por quien las formula, sino a otro medio o soporte de naturaleza informática, pero tan «físico» como el papel. No en vano la electricidad y la electrónica son disciplinas integradas en la Física». (*cfr.* «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1014).  
DOMÍNGUEZ GARCÍA entiende que la anotación en cuenta de los valores es una forma de representación que *se subsume en la noción genérica de título-valor* y, en consecuencia, afirma que «en los supuestos de representación contable, el derecho o situación jurídica *se incorpora a un*

Desde una opinión, a nuestro juicio, más moderada se afirma que el legislador al hablar de las anotaciones en cuenta acude al término «representación»<sup>11</sup> como una forma de «atenuar la tradicional “incorporación”, pero que sigue poniendo *acentos materializadores del derecho*»<sup>12</sup> y, desde esta óptica, el valor anotado en cuenta «responde más a una evolución de figuras preexistentes, cuyas funciones se mantienen aunque cambie la forma de representación o documentación, que al nacimiento de un instrumento mercantil nuevo»<sup>13</sup>.

Hay también quien defiende que, en el caso de los valores anotados, nos en-

---

*soporte magnético, material*, memorizado, legible y reproducible a través de certificados, produciéndose en todo caso la *cosificación* a efectos jurídicos» –los subrayados son nuestros– (cfr. «Acciones y obligaciones...», *cit.*, pg. 1653).

11. *Id.*, entre otros, arts. 5.2 y 6.1 LMV.
12. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 11 y «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 277 y 278.
13. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 12; *vid.* también, de este mismo autor, «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 267 a 270.

No compartimos la opinión de este Autor cuando afirma que «la representación mediante título o documento de papel o mediante anotación en cuenta o registro contable, sea o no en soporte informático, ambos documentos en sentido civil y procesal, *son dos formas de instrumentación o documentación, que no afectan a la esencia de esos valores*» –el subrayado es nuestro– (cfr. «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 12). Entendemos que es precisamente la forma de representación la que determina la esencia de un valor, tanto cuando es representado en forma de título-valor –acto en virtud del cual el valor escapa al régimen de la cesión de créditos y pasa a formar parte de una categoría nueva, con su propio régimen–, como cuando es representado por medio de anotación en cuenta –forma de representación que, igualmente, atribuye al valor una naturaleza propia, una esencia específica–. En este sentido, podemos traer a colación las palabras de EIZAGUIRRE, quien –refiriéndose al depósito administrado de valores, que supuso una transformación menos drástica que la ejercida por el sistema de anotaciones en cuenta de la LMV– hace mención expresa de «las modificaciones de tipo dogmático advertidas en los títulos de inversión *bancarizados*» (cfr. «Bases para una reelaboración...», *cit.*, pg. 87) y, en otro lugar, afirma que «existen indicios de que la sustitución del sistema de materialización del derecho podría comportar *alteraciones de orden dogmático sustanciales*» –el subrayado es nuestro– (*op. cit.*, pg. 88).

ANGULO RODRÍGUEZ manifiesta que, aunque en el Preámbulo del RD 505/1987 «late ciertamente una voluntad sustitutiva de los títulos-valores por los “derechos-valores”», a su juicio, el referido Real Decreto no llega a conseguir el objetivo anunciado en su Preámbulo (cfr. «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 288) y, afirma este Autor, que «independizada la letra de la intención expresada en el Preámbulo del RD 505/1987, no puede silenciarse que en algunos preceptos sigue contemplándose la Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, *más que como unos derechos de crédito anotados, como unos derechos materializados o cosificados*» –el subrayado es nuestro– (*op. cit.*, pgs. 288 y 289; *vid.* también estas mismas opiniones vertidas en la «Conclusión» del estudio que comentamos –*op. cit.*, pgs. 304 y ss.–).

Comentando el régimen de las *obligaciones –de sociedad anónima– anotadas en cuenta*, afirma ANGULO RODRÍGUEZ, al hilo de lo expresado por los arts. 290.1 y 290.3 LSA y 94.10 RRM –este último, en su redacción dada por el RD 1597/1989, de 29 diciembre, si bien el comentario ahora debe entenderse referido al art. 94.8.<sup>º</sup> del vigente RRM, aprobado por el RD 1784/1996, de 19 julio–, que «el régimen de las obligaciones de sociedades anónimas representadas mediante anotaciones en cuenta, nada aporta a clarificar esa interesante polémica sobre si estamos ante una mera evolución y desarrollo de la tradicional figura de los títulos-valores (...) o si realmente estamos ante el nacimiento de una figura jurídica de nuevo cuño» (cfr. «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 294 y 295).

contramos todavía dentro de la categoría de los títulos-valores –*títulos incorporados a soportes informáticos*–<sup>14</sup>, pero que *la materialidad ya no existe*<sup>15</sup>.

Pero es opinión común de estos Autores que, toda vez que la incorporación persiste, los valores anotados en cuenta no son sino un estadio evolucionado más en el desarrollo de la figura de los títulos-valores<sup>16</sup>. De modo que no es necesario hablar de *derechos-valores* –*Wertrechte*– cuando queramos hacer referencia a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta<sup>17</sup>. Desde este modo de entender, puede afirmarse que el legislador no ha creado una figura nueva: simplemente ha modificado su forma de representación.

Por lo que se refiere a la función económica que cumplen los valores anotados, ésta es la misma que hasta el momento venían desarrollando los valores encartados

14. Cfr. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 85. Contra DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 375. SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 74 y 75) entiende que la propuesta de BERCOVITZ de «una nueva noción de título-valor» no puede ser compartida, pues constituye una «pretensión de alterar la noción, tan rigurosamente diseñada, del “título-valor”»; que la expresión «título» no tendría ya el sentido de documento o papel, o de «cosa corporal» –propuesta por GARRIGUES (en *Tratado...*, *cit.*, pg. 8)–; continúa SANTOS MARTÍNEZ comentando las diferencias de naturaleza existentes entre estas dos figuras y observa que «incluso se ha contrapuesto el adjetivo “tabular” al adjetivo “cartular” para distinguir la expresión de los derechos mediante las anotaciones contables de la representación mediante los tradicionales “títulos”» (*op. cit.*, pg. 75; *vid.* también SANTOS MARTÍNEZ, V., «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pgs. 496 y 497).
15. Cfr. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 89.
16. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 11-12, donde se argumenta cómo puede encontrarse en el régimen de los valores anotados un reflejo del esquema tradicional de la dogmática de los títulos-valores: *incorporación, literalidad del derecho, autonomía* en la posición de los sucesivos adquirentes y *legitimación a través de la posesión*. PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1014) afirma que «los títulos-valores, tan cuidadosamente elaborados de consuno por juristas y comerciantes, seguían incólumes en el fondo. La “crisis” no era más que una forma de hablar, tal vez un tanto efectista, que venía a definir la *adaptación de tales documentos a las nuevas realidades del tráfico*, sobre todo por la increíble masificación de que habían sido objeto, mas *sin perder por ello su utilidad y, sobre todo, su esencia*» –los subrayados son nuestros–. BERCOVITZ entiende que «la utilización de soportes informáticos para sustituir al documento de papel *debería tener cabida dentro de la noción del título-valor*, aunque sea preciso realizar un esfuerzo de adaptación, tanto normativa como doctrinal de las reglas tradicionalmente aplicables a los títulos-valores» –el subrayado es nuestro– (cfr. «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 85); si bien deja una puerta abierta a la alternativa opuesta, pero no sin recelo, pues afirma: «Solamente en el caso de que esa adaptación no fuera viable habría que crear una categoría distinta; pero en tal caso debería quedar claro que en esa categoría se comprenderían instrumentos incluidos tradicionalmente en la noción de los títulos-valores» (*op. cit.*, pg. 85).
17. BERCOVITZ afirma que en nuestro Derecho no se interponen dificultades terminológicas –como sí ocurre en la doctrina alemana– para incluir los *títulos incorporados a soportes informáticos* dentro de la categoría de los títulos-valores. El término germánico para designar a los títulos-valores –*Wertpapier*– hace referencia directa a la existencia de un documento de papel como elemento integrante del título-valor. Pero, señala este Autor, en nuestro Derecho la noción de título es más abstracta, de modo que, por lo que a este aspecto se refiere, los valores anotados en cuenta bien podrían ser considerados títulos-valores (cfr. «El Derecho del Mercado de capitales...», *cit.*, pg. 85). En esta misma línea, ANGULO entiende que «la inclusión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta en la categoría de los títulos-valores en sentido amplio, no tropieza en España ni con dificultades terminológicas ni con obstáculos conceptuales de relieve» (cfr. «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 12).

y en ello encuentra este sector de la doctrina un argumento más en favor de su tesis –tendente a incluir los valores anotados en cuenta dentro de la categoría de los títulos-valores–.

Pero la razón de mayor peso que encuentra este sector de la doctrina para hacer valer su postura es que, si se desligaran los valores anotados en cuenta de la categoría general de los títulos-valores, se estaría renunciando «globalmente a la doctrina y regulación aplicables a los títulos-valores desde hace más de un siglo»<sup>18</sup>. Es decir, en la medida en que el régimen jurídico aplicable a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta depende de la naturaleza jurídica con que éstos sean calificados, sería inconveniente que la naturaleza de esta figura, que viene a sustituir a los tradicionales títulos-valores documentados en papel, resultase de todo punto incompatible con las normas que integran el régimen jurídico de éstos<sup>19</sup>.

En efecto, supondría un retroceso que los valores anotados perdiesen vinculación con el cuerpo doctrinal y normativo elaborado en torno a la figura de los títulos-valores. Pero este hecho, en sí mismo considerado, no es una *argumentación dogmática* incontestable que nos fuerce a concluir que la naturaleza de los valores anotados y de los títulos-valores es la misma; este peligro denunciado no es sino un *motivo de conveniencia* que insta al legislador y a la doctrina para que, partiendo de la *diversidad de naturaleza* que existe entre las dos instituciones, sienten las bases que permitan hacer aplicables a los valores anotados los logros de la teoría de los títulos-valores<sup>20</sup>.

## 1.2.2. LOS VALORES ANOTADOS TIENEN NATURALEZA JURIDICA PROPIA

### 1.2.2.1. Primeros pronunciamientos de la doctrina española sobre este particular.

Sin embargo, hay otro sector de la doctrina –en nuestra opinión, más acertado– para el cual parece mucho más consecuente enmarcar la nueva realidad en una categoría jurídica también nueva.

A los efectos que ahora nos interesan, podemos distinguir dos grandes componentes dentro de la teoría de los títulos-valores: la *dogmática de la incorporación*, en primer lugar, y, en segundo lugar, el *régimen jurídico* que resulta aplicable a los

18. Cfr. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 86. ANGULO RODRÍGUEZ se manifiesta en términos muy semejantes (*vid.* «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 12).
19. Teniendo presente que la LMV y el RD 116/1992 ya establecen las líneas fundamentales de este régimen, cuando ahora hablamos de régimen jurídico ha de entenderse que nos referimos a las normas o preceptos que, acordes con la naturaleza de los valores anotados, puedan contribuir a la *integración* de este régimen.
20. Antes de publicarse la LMV observaba PARICIO SERRANO (en «La evolución del título-valor...», *cit.*, pgs. 683 y 684) que, «mientras el sistema de anotaciones en cuenta no sea objeto de una regulación específica, se deberá regir por el Derecho de obligaciones y únicamente *cabrá extender las soluciones del régimen tradicional de los títulos-valores cuando medie una declaración expresa del ordenamiento positivo que así lo establezca*» –el subrayado es nuestro–. Y, en efecto, así ha sucedido, por ejemplo, al consagrar el legislador en el art. 9 LMV la *equivalencia de la inscripción registral de la transmisión de valores anotados y la tradición de los títulos* –*vid. infra* VIII.1.2.1–.

títulos-valores. La dogmática de la incorporación se ocupa de los aspectos estructurales del título-valor y es también esta dogmática la que origina la específica naturaleza jurídica que los títulos tienen. El primer objetivo de esta dogmática consiste en explicar la unión existente entre el título-valor y el derecho que representa<sup>21</sup>. Pero el objetivo último de la teoría de la incorporación, el fin más importante, no es otro sino fundamentar de algún modo la aplicación de normas y principios del Derecho de cosas a relaciones jurídicas que, en último término, constituyen derechos de obligaciones. Por más que en ocasiones se haya hablado del fenómeno taumatúrgico del título-valor, a nadie se le escapa que tal milagro –la reificación de un derecho obligacional– tan sólo es aducido en sentido metafórico y que, además, ni siquiera en sentido metafórico o fingido puede sostenerse en toda su extensión la incorporación del derecho al título<sup>22</sup>. Por eso entendemos que la elaboración de *la teoría de los valores anotados en cuenta puede prescindir de la incorporación como expediente legitimador para fundamentar el recurso a las normas del Derecho de cosas*. Y, sin embargo, no resulta injustificado aplicar a los valores anotados algunas normas propias del régimen de los títulos o del Derecho de cosas.

Son varias las razones por las que la incorporación resulta prescindible. En primer lugar, porque, como decimos, la incorporación es una metáfora que ni siquiera en el caso de los títulos da respuesta a todos los problemas que éstos plantean y, por consiguiente, en menor medida podría mantenerse la incorporación de derecho a soporte alguno cuando se trata de valores anotados en cuenta. En segundo lugar, porque la pretensión de trasladar a los valores anotados la estructura de la incorporación exige *fingir* que en los valores anotados se reproduce la *ficción* que tiene lugar en el caso de los títulos –es decir, se formula una *ficción de una ficción*– y, metodológicamente, no parece que éste sea el camino más claro para fundamentar y para explicar el fenómeno de los valores anotados. Y, en tercer lugar, porque la publicidad registral que acompaña a los valores anotados satisface las necesidades de apariencia precisas para atribuir eficacia *erga omnes* a los derechos sobre estos valores.

Por este motivo, no tiene sentido hablar de un nuevo estadio en la evolución de la figura del título-valor<sup>23</sup>. Los títulos-valores nacieron con la unión del derecho al papel. Una vez que desaparece el papel –es decir, cuando se rompe la unión

21. Vid. RUBIO GARCÍA MINA, J., *Derecho cambiario*, cit., pg. 16.

22. En efecto, hay supuestos en los que la unión entre el valor y el título se rompe, sin que ello suponga que el derecho *incorporado* se extinga. RUBIO (en *Derecho cambiario*, cit., pg. 16) señala, entre otros, los siguientes casos:

- puede destruirse el título y no extinguirse el derecho;
- o cambiarse el título-valor y quedar inalterado el derecho;
- o sustituirse el crédito primitivo y seguir documentado en el mismo título.

23. Con gran claridad, afirman DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO que ante la pregunta de «si las acciones representadas en anotaciones en cuenta pueden considerarse títulos-valores (...) la respuesta, evidente a nuestro juicio, es negativa» (cfr. «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», cit., pg. 337).



entre el título y el derecho, cuando se prescinde de la incorporación, siquiera conceptual<sup>24</sup>— desaparece también la figura del título-valor<sup>25</sup>.

Dicho de otro modo: en su vertiente objetiva el título-valor no es sino un documento al que se vincula un derecho y, desde esta perspectiva, podríamos definirlo como el *referente* de una titularidad real que legitima para el ejercicio y la transmisión de un derecho de naturaleza obligacional. Cuando desaparece ese *término de referencia* que es el documento, desaparece también el título-valor. Por eso no es una ayuda para entender la naturaleza de los valores anotados considerarlos una forma evolucionada de los títulos-valores.

Encontramos en la doctrina distintos modos de entender este hecho.

Con anterioridad a la publicación de la LMV se había postulado que —puesto que en los valores anotados no hay incorporación y dado que no constituyen ni siquiera una especie *sui generis* dentro de la categoría de los títulos-valores— el régimen aplicable a los valores anotados debe ser el del *Derecho de obligaciones*<sup>26</sup>. Esta concepción, sin

24. «¿Qué “incorporación” es ésta» —dice SANTOS MARTÍNEZ— «que carece de substrato “corporal” autónomo? Aun cuando cupiera hablar de la “incorporación” del derecho a un registro informatizado, tal expresión tendría un significado netamente distinto de aquella “incorporación” propia de los títulos-valores» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 74 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 495).  
MADRID PARRA (en «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 184) afirma que parece «excesivo hablar de “cosificación” en el sentido tradicional de incorporación a una cosa mueble»; más abajo, insiste en que «nada físico que represente a las acciones anotadas existe» (*op. cit.*, pg. 204) y que «no hay cosa física o título» (*op. cit.*, pg. 205; *vid.* también de este Autor «Consecuencias para la financiación...», *cit.*, pgs. 704 y 705, donde, sin embargo, no deja del todo claro su parecer sobre si hay o no *incorporación* en la constitución de los valores anotados en cuenta).  
Contra ALONSO ESPINOSA (en «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pgs. 50 y 51), a pesar de entender que los valores anotados constituyen una categoría distinta de los títulos-valores, mantiene que en aquéllos *continúa produciéndose incorporación*, concebida por este Autor como una *documentación electrónica* de los valores (*op. cit.*, *passim*); de la misma opinión, *vid.* STALLONE, F., «La forma dell’atto giuridico elettronico», *cit.*, pgs. 756 y ss.
25. En este sentido se manifiesta OLIVENCIA (en «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 29), quien mantiene que no se puede decir «que nos hallamos ante una nueva modalidad de título valor». Observa con gran claridad que «al romper el derecho su conexión con el título carece ya de sentido una disciplina basada fundamentalmente en los principios de los derechos reales». Pero este Autor quizá lleva al extremo las consecuencias de la lógica seguida en su discurso cuando afirma: «El retorno a la teoría del título-valor, lejos de ser un apoyo dogmático para facilitar la introducción y la asimilación del nuevo sistema, será siempre una *rémora* contra la lógica evolutiva del Derecho». Por su parte, FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1217) destaca la ruptura de la identificación entre los «valores», como categoría general, y los «títulos-valores», que han de ser considerados como una más entre las posibles formas de representación de aquéllos. Concretamente, señala que «la incorporación de derechos a títulos (*Verkörperung*) —la esencia de la técnica de los títulos-valores— es una manera, que no la única, de “instrumentalizar” los valores negociables» y que la desmaterialización supone «suprimir el título-valor, sustituyendo su representación por una simple anotación contable».
26. «Creo» —afirma OLIVENCIA— «que es necesario *volver al derecho de obligaciones*, a un régimen de transmisión y de ejercicio de los derechos que ya no se apoya en la entrega y en la presentación física de cosas muebles» —el subrayado es nuestro— (cfr. «La incorporación del derecho al título...», *cit.*, pg. 29). Y, en otro lugar, añade que «al suprimirse el título, la carta, es evidente que no nos hallamos ya ante una “cosa” objeto de derechos reales y de ciertos contratos, como, por ejemplo, el depósito. Las normas de circulación de las cosas muebles, de la transmisión del dominio, de las adquisiciones *a non domino*, de la reivindicación, de la prenda de cosas... no serán aplicables a los créditos que consten en anotaciones en cuenta» (*op. cit.*, pg. 27).

embargo, fue superada –si bien no puede dejarse de destacar que con ella fue encarado el camino de la recta interpretación de la naturaleza de los valores anotados–.

La posterior publicación de la LMV siguió una inspiración distinta –*vid.* arts. 9 y 10 LMV y, entre otros, sus correlativos 12 y 13 RD 116/1992, en los que se acoge, a través de la doctrina de los títulos-valores, principios del ámbito de los derechos reales, como la reivindicación, la adquisición *a non domino*, o la adquisición de la titularidad de los valores anotados siguiendo los cauces de la teoría del título y el modo del art. 609 CC–.

#### 1.2.2.2. La naturaleza de los valores anotados se identifica con la de los «Wertrechte» o «Bucheffekten».

Conforme a otro modo de pensar –que juzgamos más acertado– los valores anotados se configuran como una institución con su *propia naturaleza* –distinta de la de las cosas muebles y distinta también de la de los simples derechos de crédito y otros derechos incorporeales no representados en anotaciones– y con un *régimen propio*<sup>27</sup> –que no se corresponde con las normas del Derecho de obligaciones–, en el que tienen cabida algunos elementos del Derecho de cosas<sup>28</sup>. En nuestro caso los fundamentos de ese régimen se encuentran en los artículos 5 a 12 LMV.

En un primer pronunciamiento sobre el tema, MADRID PARRA llega a afirmar que el sistema de anotaciones en cuenta de la LMV «desde el punto de vista jurídico se encuadra en el Derecho de obligaciones» (cfr. «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 84); más tarde (en «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 92 y en «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 205, que más abajo comentamos y enmarcamos en lo que entendemos es su posición doctrinal definitiva) matiza y desarrolla esta opinión.

PARICIO SERRANO (en «La evolución del título-valor...», *cit.*, pgs. 683 y ss.) mantiene una opinión semejante a la de OLIVENCIA, pero, como hemos comentado, adopta una postura más abierta, admitiendo la posibilidad de que el régimen de los valores anotados se extienda más allá de las normas del Derecho de obligaciones, para dar cabida a principios del régimen de los títulos-valores.

En la doctrina alemana encontramos una opinión semejante, que concibe los *Wertrechte* como una categoría *sui generis*, con un régimen jurídico propio, que nada tiene que ver con los principios jurídico-reales inspiradores de la disciplina de los *Wertpapier* (*vid.* ZÖLLNER, W., «Die Zurückdrängung des Verkörperungselements...», *cit.*, pg. 284; DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektingiroverkehr*, *cit.*, pg. 114. *Contra* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 108), quien, haciendo referencia a la opinión de OPITZ, afirma que los derechos-valores se encuentran «sometidos a un régimen sustancialmente coincidente» con el de los títulos-valores; *vid.* también, en este sentido, VARA DE PAZ, N., *Pérdida, sustracción y destrucción de los títulos-valores*, Madrid, 1986, pgs. 31 y ss.

27. Con frase gráfica, DÍAZ MORENO observa que los valores anotados en cuenta «van a vivir (...) una vida propia, diseñada específicamente para ellos por los arts. 5 a 12 de la LMV» (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 375).

En este mismo sentido, *vid.* VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La documentación de la posición de socio», *cit.*, pgs. 335 y ss.

28. CANARIS niega que los *Wertrechte* tengan naturaleza real –contraponiéndose, en este sentido, a la opinión de OPITZ y a la calificación de los *Wertrechte* como *Sachenrechte* o «*quasidingliche Rechte*–, pero admite, sin embargo, que les son aplicables algunas normas del Derecho de cosas (*vid.* *Bankvertragsrecht*, *cit.*, números de margen 2043 y 2046 y ss.).

DÍAZ MORENO entiende que los valores anotados se identifican con la figura de los derechos-valores y que, en cuanto tales, se sustraen «a la aplicación de las normas sobre cesión de créditos», siéndoles aplicable «una disciplina especial, dirigida primordialmente a garantizar la seguridad del tráfico e inspirada de modo muy claro en las soluciones y técnicas propias de la experiencia de los títulos-valores» –los subrayados son nuestros– (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 357 y 358; *vid.* también *op. cit.*, pg. 375, donde se insiste en la idea de que los valores anotados tienen un «régimen especial»).

En cuanto a la distinción entre los títulos-valores y los valores anotados, basta un *análisis de la estructura* de las dos figuras para convencerse de que la naturaleza jurídica de una y otra han de ser distintas<sup>29</sup>: la estructura de los títulos-valores gira en torno al hecho de la *posesión* –vgr., la necesidad de la *traditio* para transmitir la propiedad, o que la posesión del documento sea condición indispensable para el ejercicio de los derechos incorporados al título–, lo cual se desprende de la naturaleza corporal o real del título-valor –el título-valor es una *cosa mueble*–; sin embargo, el elemento central de la estructura de los valores anotados es la *inscripción* del valor en un registro contable<sup>30</sup> y, frente a la condición de cosa mueble, que es propia de los títulos-valores, los valores anotados tienen naturaleza de *bienes inmateriales*<sup>31</sup>.

Vid. también, en este sentido, RECALDE CASTELL, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 366.

Podemos situar también en este sector de la doctrina a MADRID PARRA, quien mantiene que «no hay una vuelta simple y pura al Derecho de obligaciones (...) el nuevo sistema quiere ser un avance, y no un retroceso, a los inconvenientes de la cesión ordinaria de créditos y demás derechos incorporeales que los títulos valores (*sic*) vinieron a superar» (cfr. «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 205); en otro lugar, con más detalle, advierte este Autor que a los valores anotados se les «aplica un esquema similar al supuesto del título valor, *aunque sobre la base de instituciones y régimen jurídico diferentes*»; defiende que «en el sistema de anotaciones en cuenta no hay incorporación» y detalla que el «régimen jurídico aplicable no será ya el de las cosas muebles, sino el *específico establecido en la LMV*, que se basa, por una parte, en los principios registrales (...) y, por otra parte, en el mantenimiento de la ficción jurídica: la institución básica del sistema de anotaciones en cuenta, es decir la inscripción, equivale a la tradición en el régimen de los títulos valores» –los subrayados son nuestros– (cfr. «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 92).

Analizando la transferencia contable de valores anotados y comentando la equiparación de ésta con la tradición de los títulos, SANTOS MARTÍNEZ aprovecha para destacar que «la referencia que aquí se hace a los títulos, *lejos de ser un argumento para considerar a los valores anotados como "títulos"* –lo que no dejaría de ser una ficción–, supone, pues, el reconocimiento de que entre unos y otros –títulos-valores y valores sin título– hay una *inesquívoca distinción*, aunque se den afinidades funcionales» –los subrayados son nuestros– (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 42 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 447).

29. Vid. RECALDE CASTELL, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.* pg. 387; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 377 y 378.

MADRID PARRA también comenta las diferencias existentes entre los títulos-valores y los valores anotados, pero –desde una posición que no compartimos– fundamenta su argumentación en la diversidad del soporte del que se sirven una y otra figuras para su representación –el documento de papel, en el caso del título-valor, y un simple impulso o soporte informático, en el caso de los valores anotados– (cfr. «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 92).

30. En primer lugar, el nacimiento o constitución del valor se fundamenta en su inscripción en el registro –art. 8.1 LMV–; por otro lado, la transmisión de los valores se efectúa mediante transferencia contable –art. 9.1 LMV–; esta transmisión se fundamenta en que el transmitente tenga los valores previamente inscritos a su favor –art. 11.3 LMV–; la transmisión es oponible frente a terceros desde la misma fecha de la inscripción –art. 9.2 LMV–; se protege al adquirente *a non domino* y esa protección se apoya en situaciones registrales –art. 9.3 LMV–; la presunción de titularidad legítima es un hecho que también se deduce del contenido inscrito en el registro –art. 11.1 LMV–.
31. FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1216, nota 3) insiste en la idea de que en los títulos-valores la cosificación existe sólo en la medida en que exista también una *incorporación* del derecho al título, «pero» –añade– «esto no convierte al derecho en *res mobilis*». Es decir, que cuando el valor es separado del documento pierde la naturaleza de cosa mueble y recupera la naturaleza que le es propia. Expresamente señala FERNÁNDEZ DEL POZO que «los valores: las acciones, las obligaciones... *no son cosas*». Concluye este Autor considerando como «más correcta la concepción conforme al II Congreso Internacional de Derecho Registral de los valores como susceptibles de un registro de *bienes inmateriales*». Y, termina, «los derechos-valores *no pueden ser cosas*, ni siquiera por analogía (art. 336 del Código Civil)» (*op. cit.*, pg. 1216, nota 3).

Desde esta perspectiva los valores representados por medio de anotaciones en cuenta –por contraposición al concepto de título-valor– pueden ser conceptuados como *derechos-valores* – *Wertrechte*, en la doctrina alemana<sup>32</sup>. Pero lo cierto es que el término *derechos-valores*, cuando se maneja dentro del ámbito del Derecho español, no es muy afortunado: no tiene tradición en nuestra doctrina y resulta muy poco definitorio<sup>33</sup>.

Por el contrario, el concepto *Wertrecht* ha sido muy trabajado por los Autores del ámbito alemán, donde encontramos no tan sólo diversas definiciones doctrinales de esta figura jurídica<sup>34</sup>, sino también subespecies dentro de la categoría genérica de los *Wertrechte* –así, se distingue entre *derechos-valores singulares* (*Einzelwertrechte*) y *derechos-valores administrados colectivamente* (*sammelverwaltete Wertrechte*)<sup>35</sup>.

Dentro de la doctrina alemana encontramos también el término *Bucheffekten*<sup>36</sup>, traslación al ámbito de los valores mobiliarios del término *Buchgeld* –dinero banca-

Vid. también SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 95.

32. Pues los *Wertrechte* se conciben como «efectos que no han sido incorporados a un documento» (cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, *cit.*, pg. 23).

ROJO (en «El sistema español de anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 108) observa, con relación al régimen establecido en el RD 505/1987, que, desde que es sustituida la incorporación documental, «a los títulos-valores se añade así la categoría de los *derechos-valores*».

33. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 375, donde afirma que la Ley del Mercado de Valores «abre la puerta de nuestro Derecho a lo que la doctrina alemana ha dado en llamar «derechos-valores» (*Wertrechte*)»; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 16 y 17, si bien en estas páginas el Autor está prestando su atención al régimen del RD 505/1987.

Por su parte, BERCOVITZ (en «El Derecho del Mercado de capitales...», *cit.*, pg. 86) afirma que «la expresión «derecho-valor», además de ser novedosa en nuestro Derecho, parece poco clarificadora, por cuanto parece que, en principio, todo derecho tiene un valor» (un análisis de la etimología del término alemán, en CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, *cit.*, núm. de margen 2044).

Pero, admitiendo en gran medida lo mantenido por BERCOVITZ, entendemos que, si bien es cierto que todo derecho encierra en sí un valor, también es verdad que no todo valor está expresado en forma de derecho, por lo que –aunque parezca redundante– no le falta razón de ser a la expresión *derecho-valor*. Pero si, además, al término *valor* no le atribuimos un sentido genérico, sino el sentido específico que corresponde al contexto en que nos movemos, tiene mayor sentido hablar de *derechos-valores*, para diferenciar éstos de los *títulos-valores* para expresar que se trata de *derechos* subjetivos que ya no se incorporan a un *título*.

34. El concepto originario fue elaborado por OPITZ con ocasión de la aparición del Decreto 5 enero 1940, entendiéndose que *Wertrecht* es un *derecho de crédito o un derecho de participación no incorporado y administrado colectivamente* (vid. «Die Drittverpfändung», en *Fünzig depotrechtliche...*, *cit.* pg. 329, pero publicado anteriormente en *BankA*, 1940, 298; del mismo Autor, *Depotgesetz*, *cit.*, pg. 446).

Frente a la propuesta de OPITZ se encuentra, fundamentalmente, la definición elaborada por CANARIS –conforme a la cual los *Wertrechte*, son *derechos no incorporados que cumplen la misma función que los títulos-valores*– (vid. *Bankvertragsrecht*, *cit.*, núm. de margen 2044 y 1815 y ss., especialmente 1818). Esta definición ha encontrado gran acogida en la doctrina alemana, hasta el extremo de que el propio OPITZ ha recurrido también a ella (vid. «Wertrechte und Wertpapiere», en *Fünzig depotrechtliche...*, *cit.*, pg. 426, donde comienza este Autor parafraseando la referida definición de CANARIS).

Vid. también HEINSIUS, T./HORN, A./THAN, J., *Depotgesetz...*, *cit.*, §42, núm. de margen 29; KOLLER, I., «Wertpapierrecht...», *cit.*, pg. 1494; STÜDEMANN, K., *Der Effektenbestand in West-Deutschland als materielle Grundlage der allgemeinen Einführung von Bucheffekten*, Berlín, 1966, pg. 58; KÜMPEL, S., «Zur Umstellung des französischen Effektenwesens...», *cit.*, pg. 580.

35. Vid. OPITZ, G., *Depotgesetz...*, *cit.*, pg. 446 y «Die gesetzliche Bestätigung der Wertrechtslehre», en *Fünzig depotrechtliche...*, *cit.*, pg. 462; OPFERMANN, N., «Die Treuhand in der Wertpapierbereinigung und im Ablöserverfahren nach dem AKG», en *WM*, 1961, pg. 964.

36. Vid. STÜDEMANN, K., *Der Effektenbestand...*, *cit.*, pgs. 13 y 58 y ss.

rio (o en cuentas)–. El término *Bucheffekten* hace referencia al mismo concepto que los *Wertrechte*<sup>37</sup> y, aunque ha gozado de una menor acogida que el término *Wertrechte*, en nuestra opinión, la idea sugerida por la expresión *Bucheffekten* responde –desde el punto de vista semántico– más acertadamente a la realidad de los valores anotados tal como los contempla nuestro ordenamiento<sup>38</sup>. En efecto, en el régimen de los valores anotados en cuenta existen aspectos de *carácter registral* y de *carácter contable* que son evidenciados por el término *Bucheffekten*. Además la vinculación con el ámbito del dinero contable resulta positiva, pues, en gran medida, el tratamiento que reciben los valores anotados es muy similar al del dinero contable<sup>39</sup>. Ahora bien, de todos estos aspectos, nos parece que los registrales son los más relevantes, puesto que la constitución de los valores y la determinación de la titularidad sobre ellos se alcanza por la vía de los principios registrales; los elementos contables son también de gran importancia, pero se restringen más bien al ámbito de la operativa con los valores. Por este motivo entendemos que, acogiendo esta elaboración de la doctrina alemana y dado el desarrollo que ha alcanzado en el Derecho español el régimen de los valores anotados en cuenta, el término más correcto para su designación hubiese sido *valores registrados*.

Pero, como sabemos, la LMV –y su normativa de desarrollo– han seguido una terminología distinta. Por eso, sin dejar de afirmar que los valores a los que nos referimos se encuentran relacionados con la categoría que la doctrina alemana identifica como *Wertrechte* o *Bucheffekten*<sup>40</sup>, podemos acudir a la expresión *valores anotados*<sup>41</sup> para denominar esta institución<sup>42</sup>.

Otros Autores que recurren al uso del término *bucheffekten*: PETERS, K., «Bucheffekten –eine Alternative zum Wertpapier?», *cit.*, pg. 890; KÜMPEL, S., «Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten», *cit.*, pgs. 577 y ss. y 613 y ss.

37. Cfr. SCHIMANSKY, H./BUNTE, H.-J./LWOWSKI, H.-J., *Bankrechts-Handbuch*, *cit.*, Tomo II, pg. 1526.
38. Prestando atención a las distintas acepciones del verbo *buchen* o del sustantivo *Buch*, la expresión *Bucheffekten* podría traducirse como *valores registrados*, *valores contabilizados* o *valores anotados contablemente*, resultando, por lo tanto, en clara coincidencia con la designación adoptada por nuestra LMV, *valores anotados en cuenta*.
39. Las titularidades sobre los valores se concretan en titularidades sobre *saldos* de valores; del mismo modo, la transmisión de la titularidad sobre los valores tiene lugar por medio de *transferencia contable* –art. 9 LMV–; en otro orden de cosas, la información que envían a sus clientes la Entidades encargadas de la llevanza de los registros de valores es muy similar a la facilitada por las entidades de crédito a sus titulares de cuentas. Sobre los aspectos contables de la naturaleza de los valores anotados, *vid. infra* V.3.
40. Realidad jurídica *distinta* de los títulos-valores, con una naturaleza jurídica distinta y con un régimen jurídico distinto, contemplados por la *teoría de los derechos-valores* –la *Wertrechtslehre*– (*vid.* CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, *cit.*, núm. de margen 2050).
41. O, si se quiere, *valores anotados en cuenta*, pero entendemos que el contexto y la ausencia de otros términos semejantes –que hiciesen necesario establecer diferenciación alguna– permiten hablar con precisión cuando se emplea la expresión *valor anotado*. Merecen ser destacadas en este lugar otras propuestas terminológicas como «*valores contabilizados*» (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 95), «*valores informatizados*» (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, *passim*), «*asiento-valor*» (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 76 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 496), «*título bancarizado*» (cfr. EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración...», *cit.*, pg. 87) y también «*valores sin título*» (expresión empleada por GARRIGUES, en *El Decreto 25 abril 1974...*, *cit.*, pg. 30, que evidencia la claridad de la concepción que este Autor tenía de la cuestión, ya en tan temprana fecha).
42. En efecto, es más acertada la expresión *valores anotados* que su alternativa *derechos-valores*. Puede

1.2.2.3. Naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta.

En los valores anotados –con relación a los títulos-valores– cambia el eje o centro de apoyo de la construcción dogmática. Este ya no es el documento, sino el registro<sup>43</sup>.

La titularidad sobre el valor ya no viene determinada por la posesión del documento en concepto de dueño, sino que ahora es el *titular inscrito en el registro contable* el que se presume titular legítimo<sup>44</sup>.

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>45</sup>. El titular del valor podrá hacer efectiva su legitimación frente a terceros<sup>46</sup> en todos los ámbitos, no sólo en el ejercicio de los derechos comprendidos por el valor<sup>47</sup>, sino también en cuanto se refiere al poder de disposición sobre los valores<sup>48</sup>: es decir, el titular de los valores ha de considerarse *dominus* de los mismos y, en cuanto tal, podrá transmitir su titularidad real plena o constituir derechos reales limitados sobre los valores<sup>49</sup>.

---

predicarse del término «valores anotados» la misma virtud que reside en el ya consagrado «título-valor» y es que en ambos se hace *mención explícita tanto del elemento objetivo de la institución, como del elemento formal*. En las dos figuras el elemento objetivo es el *valor*. En los títulos-valores el elemento formal –la forma de representación del valor– es un *documento* y a él se hace referencia con la palabra «título»; en los valores anotados la forma de representación es la *anotación en cuenta* y de ello se deja constancia al adjetivar estos valores como «anotados».

43. Vid. VICENT CHULIÀ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, Tomo I, Volumen 1.º (*Comerciantes-Sociedades-Derecho Industrial*), 3.ª ed., Barcelona, 1991, pg. 461, donde, sin embargo, a nuestro juicio, se pone un excesivo acento en los aspectos informáticos –acudiendo a expresiones como «representación informática» o al afirmar que en los valores anotados «el "bite" sustituye al papel»–; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 77.

44. Arts. 11.1 LMV y 15.1 RD 116/1992.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 51.

45. 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.*, pg. 51).

En cuanto al sometimiento de los *Wertrechte* a las normas del Derecho de cosas, vid. CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, *cit.*, número de margen 2048.

46. 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, núm. 32, pg. 574).

47. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 382. Y ello porque «el contenido de los registros tiene una clara *eficacia material o sustantiva*» –el subrayado es nuestro– (*op. cit.*, pg. 382).

Sobre la *publicidad formal* y *material* de los registros contables de valores, vid. *supra* III.1.2.

48. «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.*, pg. 52).

49. Arts. 9 y 10 LMV y 12 y 13 RD 116/1992.

Vid. *infra* Capítulo VIII «Transmisión de los valores anotados en cuenta» y Capítulo IX «Consti-

1.2.2.4. *Identidad de la «función económica» ejercida por los títulos-valores y por los valores anotados en cuenta.*

La función económica desempeñada por los títulos-valores<sup>50</sup> y por los valores anotados es la misma —o, mejor dicho, muy semejante—<sup>51</sup>. Nada tiene esto de sorprendente, pues los valores anotados en cuenta fueron creados por el legislador precisamente para eso: para cumplir la misma función económica que los títulos-valores, pero por medio de una instrumentación jurídica técnicamente más perfecta<sup>52</sup>. La función o servicio que prestan ambos instrumentos es *constituirse en vehículo que permita la circulación ágil y segura de derechos*<sup>53</sup> —fundamentalmente de derechos de crédito—; a esto se puede añadir, que, de modo indirecto, también constituyen un incentivo para la inversión y un medio para facilitar la desinversión<sup>54</sup>.

Tampoco habrá de sorprendernos que, en consecuencia, haya algunos elementos integrantes del régimen jurídico de los valores anotados que provengan del régimen de los títulos-valores.

Pero, insistimos, de ningún modo estas dos similitudes —la similitud en la función económica y la similitud en el régimen— significan que la naturaleza jurídica de los valores anotados haya de ser la de los títulos-valores<sup>55</sup>.

---

tución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados en cuenta».

50. Pensamos, especialmente, en los *títulos de inversión* o *títulos del mercado de capitales* (vid. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 26 y §§24 y ss., pgs. 276 y ss.; GURSKY, K.-H., *Wertpapierrecht*, 2.<sup>a</sup> ed., Heidelberg, 1997, pgs. 13 y 14).
51. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 375) observa que la finalidad esencial seguida por los valores anotados en cuenta es hacer posible que la circulación y ejercicio de los valores sea un hecho «seguro y fiable; tan seguro y tan fiable como la circulación y ejercicio de los derechos incorporados a títulos-valores». Cfr. también, con más indicaciones, RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», cit. pg. 387. Vid. ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, cit., pgs. 2 y 3; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pgs. 10 y ss. y 18 y ss.; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pgs. 33 y 34.
52. SANTOS MARTÍNEZ comenta «las afinidades funcionales» existentes entre títulos y valores anotados en cuenta; destaca la diferencia en los medios usados por cada uno de estos instrumentos —el *registro*, en un caso, y el *documento de papel*, en el otro— y aclara que la semejanza en la función «no quiere decir que uno y otro hayan de tener la misma estructura y naturaleza, ni de hecho ni de derecho. Una cosa es la *función* y otra el *instrumento* o la *estructura* puestos al servicio de la función» (cfr. «Valores informatizados», cit., pg. 76).
53. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 375; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», cit., pg. 166. Cfr. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», cit., pg. 91, donde, sin hacer referencia —explícita—, a la identidad en la función *económica* de títulos y valores anotados, se comenta cómo «desde el punto de vista jurídico-valorativo (...), los derechos que se desincorporan, aun perdiendo su condición de cosas muebles, conservan su vocación circulatoria» —el subrayado es nuestro—. Sobre la función económica desempeñada por los títulos-valores, vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Tratado...*, cit., pgs. 11 y ss.
54. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», cit., pg. 95.
55. *Contra* PÉREZ ESCOLAR, quien entiende que la similitud existente en la *función* de títulos-valores y valores anotados se extiende también a una identidad en la *esencia*. Como ya hemos visto, este Autor concibe los valores anotados como una adaptación de los títulos «a las nuevas realidades del tráfico (...), mas sin perder por ello su utilidad y, sobre todo, su esencia» —el subrayado

## 2. CONFLUENCIA DE LOS PRINCIPIOS PROPIOS DE LOS DERECHOS REALES Y LOS PRINCIPIOS DEL DERECHO REGISTRAL

Los valores anotados en cuenta tienen un régimen jurídico propio. En la composición de este régimen se reconocen dos claras fuentes de inspiración: el sistema de los títulos-valores y el sistema inmobiliario registral<sup>56</sup>. Hemos de añadir que también subyacen en el régimen de los valores anotados las normas que rigen la circulación de las cosas muebles –pues, en último término, éstas fueron las que dieron fundamento a la doctrina de los títulos-valores–<sup>57</sup>. Además, podemos situar como telón de fondo las normas de los derechos de obligaciones, que están en la mente de los contratantes –y del legislador– cuando se establece una relación que da lugar a la constitución de un derecho anotado en cuenta.

Todas estas son las vertientes que confluyen en la integración del régimen de los valores anotados, siendo así que en estas líneas no queremos entender por régimen jurídico tan sólo las normas expresamente promulgadas para la regulación de las anotaciones en cuenta –que, si fuesen las únicas componentes de dicho régimen, habrían de preocuparnos por su escasez<sup>58</sup>–, sino también, y con carácter supletorio, todas aquellas que, resultando acordes con la naturaleza de estos derechos, puedan aplicarse de forma analógica<sup>59</sup>.

Este *régimen jurídico especial* es lógica consecuencia de la *naturaleza jurídica propia* de que se encuentran revestidos los valores anotados en cuenta. Y, del mismo modo que la naturaleza jurídica de estos derechos ocupa una posición limítrofe con la de los títulos-valores –e, incluso, podríamos admitir que, en algunos aspectos, convergente o de solapamiento–, su régimen resulta ser también coincidente, en algunas cuestiones, con el de los títulos.

Al entrar en el análisis del régimen de los valores anotados en cuenta procuraremos no tan sólo hacer una labor descriptiva de ese régimen, sino también delimitadora respecto de las otras figuras y regímenes relacionados con las anotaciones en cuenta.

---

es nuestro– (cfr. «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1014).

En el mismo sentido, cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 304 y 305.

56. Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1222 y DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 377.

57. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 377.

58. ANGULO RODRÍGUEZ (en «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 3 y «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.* pg. 269) habla de «los escasos preceptos» que configuran este régimen y que se concretan en «las normas generales contenidas en la LMV y en el TRLSA (...) las reglamentarias específicamente dictadas para la Deuda Pública o las más genéricas que ahora establece el RD 116/1992».

59. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «La representación de valores en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 3, donde observa que el régimen de los valores anotados ha de ser completado e interpretado «acudiendo con carácter supletorio al resto del ordenamiento jurídico» y, remitiéndose a la opinión de DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 377 a 379), observa que esta integración por analogía se apoya en dos pilares básicos: las normas y principios del régimen de los títulos-valores y las normas y principios del sistema registral.



## 2.1. Distinción, dentro del régimen de los valores anotados en cuenta, de los elementos inspirados en el sistema registral y los inspirados en el sistema de títulos.

El primer elemento en el que se reconoce la presencia de las normas del Derecho registral es en el mismo acto de *constitución* de los valores anotados<sup>60</sup>, que, señala el artículo 8 LMV, tendrá lugar «en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable»<sup>61</sup>. El artículo 11 RD 116/1992, de 14 febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, incide en esta misma idea, señalando, además, que el acto constitutivo de la inscripción es el momento a partir del cual los valores quedan sometidos al régimen jurídico específico de los valores anotados en cuenta, trazado, fundamentalmente, en los artículos 5 a 12 de la LMV –a los que debemos añadir, de modo especial, el 54 de la misma Ley– y en el mismo RD 116/1992, que los desarrolla<sup>62</sup>.

La presencia de las normas de Derecho registral vuelve a hacerse evidente en todo lo relativo a la eficacia y procedimiento o desarrollo de los *negocios jurídicos* sobre valores anotados, especialmente en la *transmisión y constitución de derechos reales y gravámenes*<sup>63</sup>. Dado que la constitución del derecho anotado en cuenta es un acto de naturaleza registral, cualquier alteración en la titularidad sobre ese derecho, ya sea por transmisión plena, ya sea tan sólo una modificación limitada de dicha titularidad, tendrá, en consecuencia, la misma naturaleza registral. El nacimiento del derecho anotado y la asunción de la titularidad sobre éste tienen lugar por medio de la inscripción en el registro, por tanto, la transmisión del derecho hace exigible que se proceda a la inscripción del nombre del adquirente en el registro como nuevo titular de éste<sup>64</sup> –arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992–<sup>65</sup>.

La coherencia exigida por el sometimiento a una sistemática hace que se continúen sucediendo las incursiones en el campo del Derecho registral –o, por decirlo de otro modo, vuelven a entrar elementos del Derecho registral dentro del régimen

60. Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, 2.ª ed., Barcelona, 1984, pgs. 107 y ss.

61. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1220, donde este Autor, destacando las relaciones con el sistema inmobiliario registral, señala que el acto de constitución de los valores anotados se corresponde con la *inmatriculación*.

62. Se lee en el art. 11 RD 116/1992 «a partir de dicha inscripción, los valores inscritos quedarán sometidos a las normas previstas en el Capítulo II del Título I de la Ley del Mercado de Valores y en este Real Decreto».

63. Cfr. GUIFARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg. 63.

Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pgs. 115 y ss.

64. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 378.

65. La dinámica de este proceso queda explicada por el art. 9.1 LMV cuando señala que «la transmisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por *transferencia contable*». Y la fundamentación de este proceso transmisorio viene señalada en este mismo artículo al disponer que «la *inscripción* de la transmisión a favor del adquirente producirá *los mismos efectos que la tradición de los títulos*».

El art. 12.1 RD 116/1992 reproduce literalmente el texto del art. 9.1 LMV.

de los derechos anotados en cuenta<sup>66</sup>. Así, al plantearse la posibilidad de la adquisición *a non domino* e irreivindicabilidad de los valores adquiridos por este título, el artículo 9.3 LMV resuelve acudiendo al principio registral clásico de buena fe del tercero adquirente a título oneroso<sup>67</sup>. Igualmente, la norma contenida en el artículo 9.4. LMV es una concreción de otro principio registral; esta vez es el principio de inoponibilidad de lo no inscrito, pues lo que dispone el citado artículo es que la entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones *que se desprendan de la inscripción* en relación con la escritura prevista en el artículo 6.º de la propia LMV –en el artículo concordante del RD 116/1992, el 12.4, vuelve a repetirse de modo literal el mismo texto que en el art. 9.4 LMV<sup>68</sup>.

La inclusión de modo expreso de los principios registrales que acabamos de citar motiva que, con igual reconocimiento, hayamos de considerar comprendidos en el régimen de los valores anotados otros principios registrales complementarios de los anteriores. Así podemos afirmar también la inclusión –tácita, antes de que se promulgara el RD 116/1992, o expresa, después de éste– de los principios de *legitimación registral*<sup>69</sup>, de *prioridad*<sup>70</sup>, de *tracto sucesivo*<sup>71</sup> y de *amparo judicial* de los asientos registrales<sup>72</sup> –sin los cuáles no cabe comprender el desenvolvimiento ordenado de las relaciones jurídico-registrales contempladas en los antecitados arts. 9 de la LMV y 12 del RD 116/1992–.

En los párrafos anteriores hemos pretendido evidenciar la presencia de elementos del sistema registral como una parte integrante del régimen específico de los valores anotados en cuenta. Destacar la componente de elementos propios del sistema de los títulos-valores dentro del régimen de los valores anotados es una cuestión mucho más fácil.

66. Cfr. GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg. 63.

67. *Vid.* también art. 12.3 RD 116/1992, en el que se dispone, además, que «quedan a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud haya quedado privado de los valores». DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 378), al comentar cómo ya no son situaciones posesorias, sino registrales, las que fundamentan la adquisición *a non domino*, sugiere confrontar el art. 9.3 LMV con el art. 545 CCom o con el 19 LCC.

68. Continúa el art. 9.4 LMV –y el 12.4 RD 116/1992– señalando que serán también oponibles las excepciones que se hubiesen podido esgrimir «en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos», pero esto forma parte de la otra fuente de inspiración del régimen jurídico de los valores anotados en cuenta y que intentaremos destacar más abajo.

69. Art. 15 RD 116/1992.

*Vid.* LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pgs. 52 y 53.

70. Art. 16.1 y 2 RD 116/1992.

*Vid.* LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pg. 55.

71. Art. 11.3 LMV y art. 16.1 y 3 RD 116/1992.

*Vid.* LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pg. 56.

72. *Vid.* GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg.63; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 377 y 378 y MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 115, quien observa que, además, sería conveniente la aplicación con carácter subsidiario de las normas sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de la posesión de la Ley del 16 diciembre 1954; FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1222) también juzga conveniente «la aplicación supletoria o analógica de la Ley Hipotecaria».

Es más, para aquellos Autores que consideran las anotaciones en cuenta como una forma evolucionada del título-valor, el régimen jurídico aplicable a los valores anotados sigue siendo el mismo que el de los títulos<sup>73</sup>. No es ésta, sin embargo, nuestra postura, pues, como ya hemos señalado, nos parece que lo más acertado es comprender la anotación en cuenta como una figura distinta del título-valor. Pero no tenemos intención de negar la clara inspiración de una figura en la otra y admitimos lo que no es sino una *lógica consecuencia* de tal inspiración: la adopción de elementos del régimen de los títulos-valores como parte integrante del régimen de los valores anotados<sup>74</sup>.

Uno de los aspectos que más luz arroja sobre esta cuestión es la *identidad de las funciones* pretendidas por ambos instrumentos jurídicos, razón fundamental que justifica que las anotaciones en cuenta se hayan servido de normas propias del sistema cartular. Tanto en el caso de los títulos-valores, como en el de las anotaciones en cuenta, la función principal que se persigue es *facilitar la agilidad y la seguridad o certeza en la circulación y en el ejercicio de los derechos que representan*. Existe en la doctrina un consenso –alcanzado, quizá, por la evidencia– en lo referente a la coincidencia funcional de títulos y anotaciones –aunque, al margen de este consenso, los distintos Autores puedan tener opiniones contrapuestas en cuanto a la naturaleza de las anotaciones<sup>75</sup>–.

73. Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta...», *cit.* pgs. 108 a 112, donde, al comentar el proyecto del RD 505/1987, de 3 abril, afirma este Autor que el legislador debiera haber optado por la aplicación a las anotaciones en cuenta de un régimen jurídico igual o similar al de los títulos; lamenta y critica que la opción del legislador no haya sido ésta y elogia la redacción contenida sobre este punto en el último anteproyecto del RD, que decía lo siguiente:

«A las anotaciones en cuenta en que se representa la Deuda del Estado les será de aplicación, por su naturaleza, el régimen aplicable a los títulos-valores en cuanto no se oponga a lo establecido en este Real Decreto» –art. 2 del referido anteproyecto–.

74. BERCOVITZ (en «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg.85) se pronuncia en sentido semejante, pues, al entender que las anotaciones en cuenta están comprendidas dentro de la noción de título-valor, afirma la conveniencia de adaptar a éstas las normas tradicionalmente aplicables a los títulos-valores.

75. Vid. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 375, donde se defiende que estos derechos tienen un régimen diseñado específicamente para ellos y RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pgs. 365 y 366, quien dice no compartir las afirmaciones de quienes privan a las anotaciones en cuenta de un régimen propio y las hacen partícipes de otros, como el de los títulos nominativos, en general, o el de los valores mobiliarios nominativos, en concreto.

76. En efecto, todos los autores que se pronuncian sobre esta cuestión afirman que títulos y anotaciones cumplen la misma *función económico-jurídica*: ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en «El sistema español de anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 89 y 90 y 108 y ss.) afirma que para determinar el régimen aplicable a las anotaciones –dentro del cual se encuentran incluidas normas propias de los derechos reales– se debe atender especialmente «a la *función*» que cumplen y no tanto a la «*estructura de la incorporación*» –que, en opinión de este autor, se traduce en una *incorporación no documental*, que configura las anotaciones en cuenta como una forma evolucionada de los títulos-valores–; BERCOVITZ (en «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 85) entiende que los valores anotados cumplen «la misma función básica que los títulos-valores» y que les corresponde la aplicación de las normas de los títulos-valores –es más, para este autor los valores anotados son «títulos-valores informatizados»– (*op. cit.*, pg. 90); ANGELO RODRÍGUEZ (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 269 y ss. y «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 3) observa que la función que se persigue con la representación de derechos mediante anotaciones es «facilitar la agili-

Aparece una remisión explícita al régimen de los títulos-valores en los artículos 9 LMV y 12 RD 116/1992, al hablar de la *transmisión* de los valores anotados, y en los artículos 10 LMV y 13 RD 116/1992, que regulan la constitución de *derechos reales limitados y otros gravámenes*. De ellos se deduce que, además, haya de acudir con carácter supletorio a las normas y principios de los títulos-valores en lo relativo a estos aspectos funcionales.

Los arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992 disponen que la transmisión tendrá lugar por transferencia contable, pero, al explicar qué significado tendrá la inscripción de tal transferencia, señalan que «producirá los mismos efectos que la *tradición de los títulos*». De modo que el sistema de anotaciones, al remitirse a la tradición de los títulos, está apoyándose en la pieza clave que da sentido al sistema de los títulos-valores: la circulación del derecho por medio de la entrega de la cosa conforme a las exigencias de la teoría del título y el modo. Los títulos han alcanzado la seguridad en la circulación del derecho gracias a que, por su naturaleza material, son susceptibles de someterse a las normas de los derechos reales y huir de la inseguridad de las normas de los derechos de crédito. Ahora las anotaciones en cuenta pueden beneficiarse de la seguridad de las normas de los derechos reales no por razón de su propia naturaleza, sino por remisión al régimen de los títulos-valores. En el sistema de títulos no causa repulsa a la lógica jurídica que el título de papel sea el objeto central de una relación de derecho real; sino que, más bien, lo que puede causar confusión es el excesivo valor que se atribuye a ese título, el equilibrio metafórico o ficción consensuada por la cual se admite que un derecho haya tomado cuerpo en un papel y se haya convertido en cosa. En el sistema de anotaciones no se hace violencia alguna en lo referente a la forma de representación del derecho —pues la representación registral de éstos, apoyada en el previo otorgamiento de una escritura pública<sup>76</sup>, no requiere esfuerzo comprensivo alguno—; sin embargo, donde sí que se da un paso en el aire, difícil de aceptar a los ojos del jurista, es cuando se dispone la aplicabilidad de las normas de los títulos-valores —que son normas de los derechos reales— a una transmisión que ha tenido lugar mediante el cambio de titular de una inscripción registral. El sistema de anotaciones exige para su comprensión una concesión de la doctrina, del mismo modo que

dad y seguridad de su tráfico jurídico mercantil, *en plena coincidencia con la función que tradicionalmente han desarrollado los títulos-valores*» y en este hecho fundamenta que se haya de «acudir supletoriamente para completar e interpretar el régimen de las anotaciones en cuenta a las normas y principios que integren el régimen de los títulos-valores» —si bien hace sus afirmaciones desde una posición distinta a la de ROJO o BERCOVITZ, pues, ateniéndose a la literalidad del Preámbulo del RD 505/1987, concibe la anotación en cuenta como un instrumento cuyo fundamento «se halla más cercano al concepto de derechos-valores que al de títulos-valores»—; DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 377) habla también de la «misión análoga» que «los títulos-valores y los valores anotados tratan de cumplir» y de ahí deduce la asunción de los principios fundamentales de la disciplina de los títulos-valor por parte del régimen de los derechos anotados —su opinión con relación a la naturaleza jurídica de las anotaciones podríamos decir que es coincidente con la de ANGULO—; GARRIDO DE PALMA, V./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La sociedad anónima en sus principios configuradores», en GARRIDO DE PALMA, V. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, *cit.*, pg. 58, también se pronuncian sobre la identidad funcional de títulos y anotaciones.

76. Arts. 6.1 y 8.1 LMV.

lo exigió en su día el sistema de los títulos-valores. Pero, en último término, halla la fundamentación de su existencia en una *imposición del legislador* —al igual que ocurriese con los títulos—<sup>77</sup> y no en una auténtica adecuación de su estructura interna al régimen jurídico que se le ha querido asignar. En el caso de los títulos-valores se había cubierto las formas: la incorporación del derecho al título era un recurso formal que suavizaba el sometimiento a las normas de los derechos reales. En el caso de las anotaciones en cuenta le ha bastado al legislador la necesidad de disponer de una nueva figura que siga *cumpliendo la función* que desempeñaban los títulos, para determinar que son aplicables a esa figura las normas que le eran necesarias a los títulos para cumplir aquélla función.

Si seguimos buscando remisiones al sistema de títulos-valores, en los artículos 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992 encontramos que, al hablar de las excepciones que la entidad emisora de los valores puede oponer frente al adquirente de buena fe, se señalan no sólo las que se desprendan de la inscripción, sino que también serán oponibles las excepciones «que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos». Esta remisión es todavía más específica que la efectuada por los artículos 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992 —en los que el sistema de títulos se utiliza como un mero término de referencia de lo que el legislador pretende conseguir con el nuevo sistema de anotaciones—. En este caso, los artículos 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992 no tan sólo equiparan las anotaciones con los títulos, sino que remiten concretamente a las normas que disponen cuáles son las excepciones oponibles frente al adquirente de títulos cuando media buena fe<sup>78</sup>.

Los artículos 10 LMV y 13 RD 116/1992 contienen una nueva remisión a los títulos-valores. En estos artículos se dispone que la constitución de derechos reales limitados y otra clase de gravámenes sobre los valores anotados tendrá lugar por inscripción en la cuenta correspondiente y se señala que «la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título».

Podemos señalar una última referencia al régimen de los títulos-valores, recogida en los artículos 9.3 LMV y 12.3 RD 116/1992, que se ocupan de la irreivindicabilidad de los valores anotados en cuenta, evidenciando así la vocación sustitutiva de esta figura respecto de los títulos-valores —pues, de otro modo, no cabría explicarse la posibilidad de reivindicación —*rei vindicatio*, petición de la *cosa*— de los valores anotados.

77. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 376) afirma que el régimen de los valores anotados se explica «porque ha mediado una intervención legislativa» y añade que «la ley no tiene que someterse a los mismos prejuicios dogmáticos que los Autores y puede, en cada momento, diseñar la regulación aplicable a los valores».

78. Si bien habrá de ser tenido en cuenta para interpretar esta remisión que el sistema de títulos no goza de la configuración orgánica de que se encuentra revestido el sistema de anotaciones. *Vid.* sobre este tema EIZAGUIRRE, J. M., «Bases para una reelaboración...», *cit.*, pg. 8, donde señala que «es un hecho, tan conocido como de fácil comprobación, que la legislación española carece de una normativa general sobre los títulos-valores».

## 2.2. El sistema de anotaciones es, fundamentalmente, un sistema registral.

Las anotaciones en cuenta, como forma de representación de los valores negociables, han podido configurarse como un *sistema tabular* —o, con mayor precisión, podemos decir un *sistema registral*<sup>79</sup>, alternativo al *sistema cartular* de los títulos-valores gracias a la presencia de elementos propios del sistema inmobiliario registral. Es decir, la componente de Derecho registral, que integra el régimen jurídico de los valores anotados, es la que ha permitido que éstos se constituyan como un sistema nuevo, distinto del de los títulos, un sistema *sustitutivo*, superador de los sistemas correctores.

Tanto desde el punto de vista cualitativo, como desde el punto de vista cuantitativo, la importancia de los elementos de Derecho registral en el sistema de anotaciones en cuenta es mucho mayor que la que corresponde a los elementos del régimen de los títulos-valores. El papel que juegan los elementos del sistema de títulos es, desde luego, crucial, pues vienen a recordar que las anotaciones en cuenta cumplen la misma función económica que desarrollan los títulos-valores; y no tan sólo lo recuerdan sino que, por aplicación analógica de las normas de aquel régimen, permiten que, efectivamente, las anotaciones en cuenta cumplan tal función. Pero si, después de este breve y primer recorrido que hemos hecho por el régimen jurídico de los valores anotados en cuenta, queremos sacar una primera conclusión, ésta habrá de ser que el sistema de anotaciones en cuenta es, fundamentalmente, un sistema registral<sup>80</sup>. Inevitablemente hemos de concluir así al repasar el articulado de la LMV y del RD 116/1992 y observar que tanto aspectos esenciales del régimen de las anotaciones en cuenta, como otras cuestiones de segundo orden integrantes de este régimen encuentran su apoyo en el Derecho registral: los valores se constituyen en virtud de su inscripción<sup>81</sup>; los valores se transmiten por transferencia contable<sup>82</sup>; las excepciones que se deduzcan de la inscripción en el registro son oponibles frente al adquirente de buena fe<sup>83</sup>; la titularidad sobre los valores se deduce de lo inscrito en el registro<sup>84</sup>; los registros de anotacio-

79. Así lo califica expresamente GUITARD MARÍN (en «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg. 63), diciendo que las «reglas definidoras del régimen jurídico de las operaciones sobre valores anotados» son «consecuencia lógica de la configuración del sistema de anotaciones como un *sistema registral*». De modo implícito, pero con no menos claridad, afirma la misma idea DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 378), quien, para diferenciar el sistema de anotaciones del sistema de títulos, señala que aquel tiene su fundamento en «la inscripción en registros contables», mientras que éste lo tiene en la posesión. En esta misma línea, *vid.* ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico», en *RDBB*, 1994, núm. 56, pg. 841.

80. Concretamente, con relación a los valores que no cotizan en Bolsas oficiales, FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1216) afirma que «el sistema de anotación en cuenta por entidades gestoras especializadas, constituye un auténtico Registro de la propiedad mueble, cuyo funcionamiento revela sorprendente similitud con el Registro de la Propiedad».

81. Arts. 8 LMV y 11 RD 116/1992.

82. Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

83. Arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992.

84. Art. 11.1 LMV.

nes en cuenta se rigen por los principios de prioridad y tracto sucesivo<sup>85</sup>; etc. Frente a esto no puede pasar de largo que son sólo tres las referencias al régimen de los títulos-valores que se contienen en el de anotaciones en cuenta: que la inscripción de la transmisión produce los mismos efectos que la tradición de los títulos<sup>86</sup>; que las excepciones oponibles frente al adquirente de buena fe de títulos-valores son también aplicables en este sistema<sup>87</sup> y que la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título<sup>88</sup>.

### 3. DIMENSION CONTABLE DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA

#### 3.1. Posibilidad de incardinar los valores anotados en cuenta dentro de la categoría del hecho contable. Elementos de carácter contable configuradores de la naturaleza y régimen de los valores anotados en cuenta.

La consideración de los valores anotados en cuenta como una realidad de *naturaleza contable* se muestra en total consonancia con el concepto de *valor negociable* que es manejado por la LMV. La *negociabilidad* de los valores, como sabemos<sup>89</sup>, se define prestando especial atención a los términos económicos en que se produce la transmisión<sup>90</sup>. Hemos comentado también el carácter de *mercancía* o *producto* que los valores tienen –considerados en una de las múltiples acepciones desde las que pueden ser contemplados<sup>91</sup>–. Por ello el *hecho contable* –como forma de *representación* de la realidad económico-social<sup>92</sup>– resulta un marco propicio para acoger los valores negociables; con mayor motivo, además, si pensamos que el origen del hecho contable y del Derecho es compartido: el interés por introducir *orden* en la conducta del hombre en sociedad<sup>93</sup>. En el caso del hecho contable, la preocupación por el orden se traduce en «expresar lo cualitativo en términos cuantitativos»<sup>94</sup>. La expresión de lo cualitativo en términos cuantitativos es, efectivamente, el tratamiento que reciben los valores anotados, que son agrupados en *saldos* dentro de

85. Art. 16 RD 116/1992.

86. Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

87. Arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992.

88. Arts. 10.1 LMV y 13.1 RD 116/1992.

89. *Vid. supra* IV.3.3.3.

90. *Vid.* EM LMV, número segundo.

91. *Vid. supra* IV.2.

92. Cfr. FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *Una aportación a la construcción del Derecho Contable*, Madrid, 1986, pg. 29.

93. Cfr. FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *Una aportación a la construcción del Derecho Contable*, *cit.*, pgs. 29 y 54; *vid.* del mismo Autor, *El hecho contable y el Derecho*, Barcelona, 1983.

En este mismo sentido, DIEZ-PICAZO y GULLÓN BALLESTEROS –a nuestro modo de ver, parafraseando el aforismo «*ubi ius, ibi societas*»– afirman que «el Derecho es un *orden* de la convivencia humana, inspirado en unos criterios de justicia» (cfr. *Sistema de Derecho Civil*, Madrid, 1982, pg. 31).

94. Y también en «simplificar lo cuantitativo, reduciéndolo a expresiones cualitativas» (cfr. FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *Una aportación a la construcción del Derecho Contable*, *cit.*, pgs. 29 y 54 y 55).

los *registros contables* de valores para posibilitar la atribución de titularidades entre los sujetos que ostenten derechos sobre ellos<sup>95</sup>.

Además, desde una perspectiva funcional, ya en los *sistemas correctores* la transmisión de los valores por medio de operaciones contables se reveló como un *cauce seguro*, en el que eran menores los riesgos de robo, extravío, falsificación de los títulos, etc.<sup>96</sup>.

A pesar de que la normativa relativa a los valores anotados en cuenta trata de modo explícito y reiterado aquellos aspectos conforme a los cuales se puede predicar la dimensión contable de estos valores como uno de sus elementos definitorios, llama la atención lo poco comentado que ha sido por la doctrina este rasgo de la naturaleza de los valores anotados<sup>97</sup>.

La referencia a elementos de carácter contable es, como hemos dicho, frecuente en las normas configuradoras del régimen de estos valores. Así, la LMV, 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<sup>98</sup>. La adopción de la «*transferencia contable*», como cauce para la verificación de la transmisión de valores anotados<sup>99</sup>, 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 *saldos* de valores, al referirse a la titularidad que ostente un sujeto sobre un conjunto de valores<sup>100</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>101</sup>. La *compensación*, como

95. *Vid.*, entre otros, art. 31 RD 116/1992, en cuyo párrafo segundo podemos leer la siguiente afirmación: «En los registros contables a cargo de las Entidades adheridas se llevarán, con referencia a cada valor, las *cuentas* correspondientes a cada titular, *que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan*».

96. *Vid.* AVERAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM...*, *cit.*, pg. 20.

97. Sí que se detiene sobre este aspecto SÁNCHEZ CALERO (en «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 95), quien comenta la incidencia que el tratamiento contable tiene sobre el régimen de estos valores y, destacando la importancia de esta cuestión, propone la expresión «*valores contabilizados*», como forma de designar los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

*Vid.* también SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 18.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 21 y «Comentario del art. 2», *cit.*, pg. 44.

Encontramos también alguna referencia a este hecho en ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pgs. 289-290.

98. *Vid.*, entre otros, los arts. 6, 7, 8, 9, 11 y 12 LMV, 3, 4, 6, 7 y 8 RD 116/1992 y un largo etcétera.

99. Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

100. Hace uso de esta expresión el art. 31 RD 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 y 35 RD 116/1992.

101. *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 precisarían en virtud de abono o adeudo en la cuenta respectiva»–.

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



forma de resolver la negociación sobre valores, viene a remarcar<sup>102</sup> el tratamiento contable que reciben los valores anotados<sup>103</sup>.

De entre todos estos elementos vamos a centrar nuestra atención en la *transferencia contable de valores* y su análisis nos llevará, inevitablemente, al comentario del *abono y adeudo* de valores; en definitiva, a destacar la dimensión contable de los valores anotados.

### 3.2. La transferencia contable de valores –pieza clave del sistema de anotaciones en cuenta–.

#### 3.2.1. LA TRANSFERENCIA COMO OPERACION CONTABLE CARENTE DE NATURALEZA NEGOCIAL. EL PACTO DE TRANSFERENCIA Y EL PACTO DE CONTABILIDAD

Para acercarnos a esta figura nos es de gran utilidad la doctrina vertida en torno a la transferencia bancaria<sup>104</sup>, pues son muchos los aspectos en común que se pueden predicar de estas dos instituciones<sup>105</sup>. Uno de los motivos por los que ambos tipos de transferencia pueden recibir un tratamiento común es que, con independencia de que nos encontremos en el ámbito bancario o en el de los valores mobiliarios, la transferencia, no tiene la condición de *negocio jurídico*: es un *acto jurídico* y, en cuanto tal, sus rasgos se manifiestan del mismo modo en una y otra circunstancia. La transferencia, en sí misma considerada, no es más que una *operación contable*<sup>106</sup>, que puede integrarse en un negocio jurídico como un elemento más.

102. No con carácter definitivo, sino tan sólo como *un dato más*, pues el término *compensación*, además de recibir una lectura en sentido *económico-contable*, tiene también su propio significado *jurídico*.

103. Máxime cuando, como es el caso, la compensación viene asociada a conceptos como «saldos acreedores y deudores» –así, el art. 55.1 RD 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 arts. 54 LMV, 55, 56 RD 116/1992.

104. Vid., por todos, con más indicaciones bibliográficas, GIRÓN TENA, J., «Contribución al estudio de la transferencia bancaria», en GIRÓN TENA, J., *Estudios de Derecho mercantil*, Madrid, 1955, pgs. 401 y ss.

105. Vid. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pg. 21, donde, al comentar el sistema establecido por la *Depotgesetz*, se compara la *transferencia de efectos* «sin movimiento de los títulos» –*stückenlose*– con «las transferencias de dinero sin movimiento de numerario».

106. «Es sólo una operación contable *que no se corresponde con ninguna institución jurídica*» –el subrayado es nuestro– (cfr. GIRÓN TENA, J., «Contribución al estudio de la transferencia bancaria», cit., pg. 420). Y también, aunque relacionándola solamente con el contrato de transferencia bancaria: «*la transferencia no es sino un mecanismo económico* que se da con características más o menos puras según el tráfico bancario de la época» (*op. cit.*, pg. 409; vid. también pgs. 429 y 433, donde se reitera la idea de que *la transferencia es un fenómeno contable que no se corresponde con ninguna figura jurídica*).

Cfr. también GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, cit., pg. 546; más abajo observa este Autor que «realmente la transferencia *no es un contrato* que engendre obligaciones para el Banco y el cliente (...). La transferencia *es una operación contable* que surte efectos en las relaciones jurídicas que anteriormente existían entre el Banco y sus clientes» –los subrayados son nuestros– (*op. cit.*, pg. 553).

Más allá de los aspectos que se refieren exclusivamente a la naturaleza jurídica de la figura que analizamos, prestando atención a la instrumentación electrónica—que es la que en la práctica se ha adoptado para la transferencia contable de valores anotados en los mercados secundarios oficiales—, es también interesante tener presente el fenómeno de la *transferencia electrónica de fondos*—*electronic funds transfer*<sup>107</sup>. Este fenómeno tiene su origen en el Derecho estadounidense y desde el 10 de mayo de 1978 cuenta con su desarrollo normativo en la *Electronic Fund Transfer Act*<sup>108</sup>.

El contrato de transferencia bancaria, por su tradición histórica y por la complejidad de que se encuentra revestido, ha dado lugar a una larga discusión en nuestro Derecho y en ordenamientos extranjeros<sup>109</sup>.

107. Vid. EINHORN, T. A., «A Banker's Guide to the Electronic Fund Transfer Act», en *The Banking Law Journal*, 1979, pg. 772; FELDMAN, A. R., *Electronic Fund Transfers*, New York, 1981; ELLIS, M. B./GREGURAS, F. M., *The Electronic Fund Transfer Act and Federal Reserve Board Regulation E: A Compliance Guide for Financial Institutions*, New Jersey, 1983.
108. En la que se recoge una definición de esta figura, conforme a la cual «*Electronic fund transfer* means any transfer of funds, other than a transaction originated by check, draft, or similar paper instrument, that is initiated through an electronic terminal, telephone, or computer or magnetic tape for the purpose of ordering, instructing, or authorizing a financial institution to debit or credit an account. The term includes, but is not limited to, point-of-sale transfers, automated teller machine transfers, direct deposits or withdrawals of funds, and transfers initiated by telephone. It includes all transfers resulting from debit card transactions, including those that do not involve an electronic terminal at the time of the transaction. The term does not include payments made by check, draft, or similar paper instrument at an electronic terminal» (12 CFR §205.2[g]). Para una crítica de esta definición legal, vid. FELSENFELD, C., *Legal aspects of electronic funds transfers*, Massachusetts, 1988, pgs. 8 y 2 a 5. Este Autor entiende que los dos elementos esenciales de toda *electronic funds transfer*—EFT— son 1.º) la notificación de la transferencia, en ocasiones llamada comunicación u orden, y 2.º) la propia transferencia o movimiento de fondos; junto a estos elementos esenciales, destaca también FELSENFELD, lógicamente, la necesidad de canalizar la transferencia electrónicamente y la importancia de que la operación no se instrumente en ninguna de sus fases por medio de un cheque—en cuyo caso no sería una EFT—. Vid. también FRANCESCHELLI, V., «Informática e sistema bancario», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, *cit.*, pgs. 860-861, donde se refiere la recepción de esta figura en el Derecho italiano y se define esta institución como el «*trasferimento di fondi diverso da transazioni basate su assegno, cambiale o altro strumento cartolare, che si inizia a mezzo di un terminale elettronico, un telefono, un computer o un nastro magnetico, così da ordinare, dare istruzioni o autorizzare un istituto finanziario ad addebitare o accreditare una somma su un conto*»; GIANNANTONIO, E., *Trasferimenti elettronici dei fondi e autonomia privata*, Milano, 1986.
109. Vid. GIRÓN TENA, J., «Contribución al estudio de la transferencia bancaria», *cit.*, pgs. 401 a 420. Este Autor se centra en las teorías elaboradas por las doctrinas alemana, francesa, italiana y española. Por lo que a nuestro interés se refiere, destacaremos que, frente a las *construcciones unitarias* elaboradas en el Derecho alemán—acogidas en gran medida por la doctrina italiana—y francés, la doctrina española ha terminado explicando la transferencia bancaria conforme a una *construcción disgregadora*, que, sin incluir dentro de un único y mismo acto a los sujetos que intervienen en la transferencia, permite explicar separadamente los distintos actos—como el *cargo* y el *abono* en cuenta— que integran esta relación (*op. cit.*, pgs. 420 y ss.; vid. también *op. cit.*, pgs. 415 a 420). Dentro de esta concepción disgregadora de la transferencia, sin embargo, nuestra doctrina ha sabido dar cabida a una de las teorías unitaristas, la *teoría de la delegación* (vid. sobre el particular ALFARO AGUILA-REAL, J., «Observaciones sobre la transferencia bancaria» (*manuscrito*), 1995, pg. 7). Vid. por todos, como exponente de la recepción de la teoría de la delegación en la doctrina italiana, SANTINI, G., *Il bancogiro*, 2.ª ed., Bologna, 1950, pgs. 140 y ss.

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>110</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<sup>111</sup>.

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 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>112</sup> —los *valores contabilizados*<sup>113</sup> 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<sup>114</sup>.

Hay otro aspecto que tampoco ha sido tratado por la incipiente doctrina del ámbito de los valores anotados y que es fundamental para un adecuado desarrollo de la transferencia contable de valores: nos referimos a la existencia de un *pacto de contabilidad* entre el titular de los valores y la Entidad encargada de la llevanza del registro contable<sup>115</sup>. También en este caso podemos acudir al Derecho bancario, donde encon-

110. Cfr. GIRÓN TENA, J., «Contribución al estudio de la transferencia bancaria», *cit.*, pgs. 420 y 421; ALFARO AGUILA-REAL, J., «Observaciones sobre la transferencia bancaria», *cit.*, pgs. 40 a 44 y «Transferencia bancaria», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, *cit.*, pg. 6620. Si bien, la dificultad reside en esclarecer cuándo ha tenido lugar el pacto de transferencia (*vid.* GIRÓN TENA, J., «Contribución al estudio de la transferencia bancaria», *cit.*, pgs. 421 a 423), pues no hay inconvenientes cuando el pacto ha sido expreso, pero «el problema surge cuando se trata de investigar si determinadas modalidades del tráfico implican ese acuerdo. Así, se discute por la doctrina si hay que presumir ese asentimiento por el hecho de que en periódicos, impresos comerciales, correspondencia, etc., se indique la existencia de cuentas corrientes en determinadas entidades bancarias e incluso si por el hecho mismo de tener esas cuentas se debe entender que cualquier deudor está facultado para el pago en la forma que estudiamos» (*op. cit.*, pg. 422).
111. *Vid.*, entre otros, arts. 9.1 LMV y 12.1 y 31.4 RD 116/1992.
112. 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.*, pgs. 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.*, pgs. 88 y ss.
113. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 95.
114. *Vid.* arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992. El art. 9.1 LMV impone: «La transmisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta *tendrá lugar* por transferencia contable».
115. Con relación al contrato de cuenta corriente bancaria, *vid.* ALFARO AGUILA-REAL, J., «Contribución al estudio de los problemas generales de la cuenta corriente bancaria» (*manuscrito*),

tramos que el pacto de cuenta corriente es comprensivo de un pacto de contabilidad, por el que se traslada al banco la responsabilidad u obligación de llevar la contabilidad de las relaciones contenidas en la cuenta e informar periódicamente de la evolución y resultado de esa contabilidad<sup>116</sup>.

Cabe entender, por analogía con el contrato de cuenta corriente bancaria, que, en el caso que nos ocupa, efectivamente la Entidad encargada del registro<sup>117</sup> asume la llevanza de la contabilidad<sup>118</sup> y que, por su parte, el titular de los valores<sup>119</sup> debe contestar manifestando su conformidad o no con el saldo de la cuenta<sup>120</sup>.

### 3.2.2. ABONO Y ADEUDO –O CARGO– DE LOS VALORES EN LAS CUENTAS DEL TRANSMITENTE Y EL ADQUIRENTE

Para determinar cuáles son los efectos jurídicos que produce la transferencia conviene tratar por separado el abono y el adeudo –o cargo– de los valores en las cuentas del transmitente y el adquirente de derechos sobre los valores.

En cuanto a los efectos jurídicos que produce, el *cargo* o *adeudo* de los valores en la cuenta del transmitente es poco trascendente. Significa tan sólo poner en movimiento el acto de la transferencia contable. No significa todavía adquisición de derecho alguno para el adquirente de los valores, pues, por lo que a su derecho se refiere, sólo tendrá valor constitutivo la inscripción registrada en *su cuenta*<sup>121</sup>, no el adeudo en la cuenta del transmitente.

El *abono de valores* en la cuenta del adquirente, es como hemos dicho, lo que produce la mutación jurídico real en su favor. A este respecto, podemos establecer ciertas diferencias entre el régimen de la transferencia bancaria y la transferencia de valores anotados<sup>122</sup>, pues en el caso de los valores anotados se introducen algunas novedades o particularidades. Son trasladables a la transferencia de valores, aunque con matices, las consideraciones de la doctrina contable tradicional, que «ve en los asientos el reflejo de mutaciones patrimoniales producidas fuera de los libros»<sup>123</sup>. Pero no deben distinguirse en el abono de la transferencia contable

1995, pgs. 40 y 41 y «Cuenta corriente bancaria», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, *cit.*, pgs. 1833 y ss.

116. Cfr. ALFARO AGUILA-REAL, J., «Contribución al estudio...», *cit.*, pg. 40.

117. Que, en función de los casos, podrá ser el SCLV, una Entidad adherida a éste, la Central de Anotaciones, o una Entidad Gestora –*vid. supra* III.2.–.

118. *Vid.* art. 278 CCom.

119. Que, también en función de los casos, podrá ser una Entidad adherida, un Entidad Gestora, o un cliente de uno de estos dos tipos de entidades –*vid. supra* III.2.–.

120. *Vid.* ALFARO AGUILA-REAL, J., «Contribución al estudio...», *cit.*, pg. 40.

121. El art. 9.1, proposición segunda, LMV es suficientemente explícito a este respecto: «*La inscripción de los valores a favor del adquirente* producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos» –el subrayado es nuestro–.

*Vid. infra*, sobre el valor constitutivo de la inscripción, VIII.1.2.

122. *Vid.*, en todo caso, con relación al ámbito bancario, MOTOS GUIRAO, M., «Sobre si el ingreso en la cuenta corriente bancaria del acreedor libera al deudor», *RDM*, 1958, pgs. 245 y ss.; ALFARO AGUILA-REAL, J., «Observaciones sobre la transferencia bancaria», *cit.*, pgs. 29 y ss.; SEQUEIRA MARTÍN, A., «La transferencia bancaria de crédito», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, *cit.*, pgs. 2531 y 2532.

123. Cfr. GIRÓN TENA, J., «Contribución al estudio de la transferencia bancaria», *cit.*, pg. 429.

de valores dos momentos distintos, como se distinguen en el abono cuando la transferencia es bancaria. En esta última el abono está integrado por un primer momento, que es la *puesta a disposición*, sustituto de la entrega, y un segundo momento, que es la *aceptación* del beneficiario de la transferencia<sup>124</sup>. Se entenderá que el transferente pagó cuando el beneficiario acepta —o, al menos, no manifiesta su disenso—<sup>125</sup>. En la transferencia de valores, sin embargo, no se habla de una puesta a disposición que sustituya a la entrega, puesto que la entrega de los valores se formaliza, precisamente, por medio de la inscripción de la transmisión a favor del adquirente en el registro contable; el abono en cuenta *es* la entrega. En cuanto a la aceptación, es ésta una posibilidad que no se contempla en la transferencia de valores, ya que, no existiendo otra forma de recibir los valores por parte del *accipiens*, no tiene sentido que se plantee el aceptar o no esa entrega —que, por lo demás, se puede decir que ya había aceptado cuando concertó el contrato de adquisición de los valores anotados—.

Desde el punto de vista operativo, cabe hacer la siguiente observación. Si los valores son adquiridos de forma originaria, el titular de los valores será precisamente el suscriptor de éstos —aquella persona a cuyo favor se anoten los valores en la primera inscripción (vid. art. 8.1 y 2 LMV y art. 11 RD 116/1992)—<sup>126</sup>. Pero cuando la adquisición sea derivativa, esto es, cuando los valores cambien de titular por ser objeto de una transmisión, entonces deberá procederse a una transferencia contable<sup>127</sup>. Esta transferencia se llevará a cabo efectuando un abono de valores en la cuenta del comprador y, simultáneamente, un cargo del mismo número de valores en la cuenta del vendedor —el número de valores que haya sido objeto de transmisión—<sup>128</sup>. Si no se

124. Acerca de la aceptación del beneficiario de la transferencia bancaria, vid. SANTINI, G., *Il banco giro*, cit., pgs. 53-54, 74 y ss. y 119, nota 19. Este Autor considera aplicable al caso «l'art. 1333 cod. civ., relativo ai contratti con obbligazioni del solo proponente, che si perfezionano nel momento in cui la controparte ne viene conoscenza, presumendosi dal silenzio la sua accettazione». Habla también de la aceptación explícita, que, aunque posible, ha de considerarse superflua «e d'altra parte, in pratica, non si verifica quasi mai» —añade—(*op. cit.*, pg. 54). Vid. también *op. cit.*, pgs. 114 y 115, donde se habla de los motivos que puede tener el acreedor-beneficiario para declinar la aceptación, por preferir el pago en dinero. Vid. también ALFARO AGUILA-REAL, J., «Observaciones sobre la transferencia bancaria», cit., pg. 41.
125. Vid. GIRÓN TENA, J., «Contribución al estudio de la transferencia bancaria», cit., pgs. 430 a 432. Cuando el beneficiario acepta y «consiente que el montante de la transferencia forme una partida de su cuenta» (*op. cit.*, pg. 431), la *puesta a disposición* —que constituye el primer momento del abono— deviene en *efectiva disposición*. Vid., acerca del abono en cuenta y sus efectos jurídicos, ALFARO AGUILA-REAL, J., «Observaciones sobre la transferencia bancaria», cit., esp. pgs. 29 y ss.; vid. también *op. cit.*, pgs. 5, 8 y 39.
126. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», cit., pg. 106.
127. Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.
128. Prestando atención más a los medios de instrumentación técnica del sistema de anotaciones en cuenta, que al diseño jurídico de esta figura, se ha observado que en la transmisión de valores anotados no hay ni «transferencia ni inscripción alguna propiamente dichas. Tan sólo hay un acto de *modificación* de un dato informático». Se dice que la transmisión de valores se traduce «en una simple *modificación* de la magnitud relativa a la identificación del titular entre las que componen el dato informático que conocemos como valor negociable representado por una "anotación en cuenta"» (cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., «Configuración estatutaria de las acciones...», cit., pg. 5534).

realizaran conjuntamente estas operaciones de abono y cargo, podría haber dos titulares de los mismos valores<sup>129</sup>. Se generaría una situación de inflación de valores en el mercado, de modo que podría llegar a haber en circulación entre el público un número de valores mayor del que inicialmente –y realmente– integrase una emisión.

\* \* \*

A raíz de algunas de las consideraciones que hasta el momento hemos tenido que formularnos –relativas a la ausencia de pacto de transferencia y de aceptación del abono en la transferencia contable de valores anotados en cuenta–, podemos extraer una conclusión parcial; y es que *los márgenes de la autonomía de la voluntad se ven más recortados en la transferencia contable de valores que en la transferencia bancaria.*

---

129. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 106.



## Constitución de los valores anotados en cuenta

**SUMARIO.**—1. CONSTITUCION DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.—1.1. Otorgamiento de escritura pública.—1.2. Inscripciones en el Registro Mercantil necesarias en el régimen específico de las acciones.—1.3. Inscripción en el Registro de la CNMV de la designación de la Entidad encargada del registro contable de los valores.—1.4. Depósito de copias de la escritura pública y publicidad de ésta.—1.5. Modificación de las características de los valores.—1.6. Inscripción de los valores anotados en cuenta en el registro contable.—2. CONTENIDO DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.—3. TRANSFORMACION DE TITULOS EN ANOTACIONES EN CUENTA.—3.1. Transformación necesaria de títulos en anotaciones en cuenta.—3.1.1. Transformación en anotaciones en cuenta de títulos fungibles.—3.1.2. Transformación en anotaciones en cuenta de títulos negociados en Bolsa no incluidos en el sistema previsto en el D. 1128/1974.—3.1.2.1. Títulos al portador.—3.1.2.2. Títulos nominativos.—3.1.3. Transformación de títulos sujetos a derechos reales o gravámenes.—3.2. Transformación voluntaria de títulos en anotaciones en cuenta.

### 1. CONSTITUCION DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA

El artículo 8 LMV prescribe que «los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán *como tales* en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable»<sup>1</sup>. Una lectura poco meditada de este artículo podría llevar a concluir equivocadamente que el acto constitutivo de los valores representados por medio de anotaciones no es otro sino el de su inscripción en el registro.

Sin embargo, no se debe dejar pasar inadvertido que la LMV dice que los valores se constituirán *como tales* por su inscripción en el registro<sup>2</sup>. Es decir la constitución de los valores es un acto que puede haber tenido lugar con anterioridad a su inscripción en el registro<sup>3</sup> y, en ese caso, los efectos constitutivos de la inscripción

1. Cfr. también art. 11 RD 116/1992.

2. Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 39; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 171.

3. A este respecto, comenta SÁNCHEZ CALERO que «de la misma forma que se decía por la doctrina tradicional, que las acciones podían encuadrarse dentro de los llamados títulos «no dispositivos», precisamente porque el nacimiento del derecho puede no ir ligado al nacimiento del título (cfr. de igual forma en la actualidad, arts. 55.5 y 56 LSA), en el caso de los valores anotados en cuenta el nacimiento del valor puede ser anterior a su contabilización» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 99).



ción harán referencia tan sólo a la constitución de los valores *en cuanto que valores anotados*<sup>4</sup>.

El acto constitutivo de un valor negociable, con independencia de que vaya a representarse en forma de título-valor o de anotación en cuenta, es la *suscripción* y este acto puede tener lugar antes de la inscripción registral de los valores<sup>5</sup>.

Resulta especialmente concluyente y esclarecedor pensar en la posibilidad de que valores que están representados en forma de títulos –por consiguiente, ya constituidos– se transformen en anotaciones en cuenta<sup>6</sup>. No cabe duda del alcance limitado de los efectos constitutivos que, en ese caso, tiene la inscripción registral<sup>7</sup>.

Por tanto, todo cuanto digamos en este epígrafe sobre la constitución de los valores anotados ha de ser interpretado a la luz de esta precisión.

### 1.1. Otorgamiento de escritura pública.

El sistema de anotaciones en cuenta fundamenta la constitución de los valores sobre *dos piezas clave*: el otorgamiento de una escritura pública y la inscripción de los valores en un registro.

El verdadero acto constitutivo de los valores anotados –en cuanto tales valores *anotados*– podría decirse que es el de la inscripción de éstos en el registro, pero el artículo 8.1 LMV<sup>8</sup> dispone que el contenido de esa inscripción vendrá definido por la escritura pública que, con carácter obligatorio, deberá haberse extendido al efecto<sup>9</sup>.

En la escritura pública se hará constar 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 fun-

---

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 38 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 431.

4. «Tratándose de derechos del mercado de capitales –básicamente acciones y obligaciones– –comenta PAZ-ARES– «el efecto constitutivo de la inscripción no es pleno, sino limitado. El derecho de participación o de crédito de que se trate nacen antes de la inscripción –al igual que, en el sistema de los títulos, nacen antes de que se imprima y entregue el documento–, pero hasta que aquella se produce están sujetos al derecho común». (cfr. «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 99).
5. ANGULO RODRÍGUEZ (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 295 y 296) hace un análisis diferenciado del negocio de suscripción de los valores de Deuda Pública o asimilados y de las obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones.
6. Posibilidad contemplada por los arts. 5.3 LMV y 4 RD 116/1992. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 99.
7. «Lo que sucede» –observa SÁNCHEZ CALERO– «es que a partir del momento en que se produzca esta contabilización, los valores quedan sometidos al régimen jurídico especial previsto para ellos en la Ley del mercado de valores» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 99).
8. Vid. también 6.3 RD 116/1992.
9. Arts. 6 LMV y 6 RD 116/1992. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 270.

ción de la naturaleza propia de los valores, aquellas que se mencionan en la LSA, el RRM<sup>10</sup> y las disposiciones que resulten aplicables<sup>11</sup>.

La escritura que se utilice podrá ser la propia *escritura de emisión* de los valores u *otra escritura posterior* que se extienda para el acto de la inscripción de los valores en el registro<sup>12</sup>. El artículo 6.2 RD 116/1992 dispone que tratándose de *programas de emisión*, en los que se pretenda emitir durante un cierto plazo valores que tengan distintas características, podrá extenderse una sola escritura pública en la que se recojan las comunes a todos y posteriores *certificaciones complementarias* con las características específicas o diferenciadas. Estas certificaciones serán expedidas por el órgano de administración del emisor o por persona con poder bastante al efecto y, en cualquier caso, la firma de la certificación habrá de estar legitimada notarialmente. Cuando se trate de *emisiones de Deuda* del Estado, de las Comunidades Autónomas, de Entidades públicas u Organismos internacionales y en otros supuestos que determine la Ley no será necesario para la constitución de los valores el otorgamiento de escritura pública. En estos casos, tal requisito se verá sustituido por la publicación de las características de la emisión en el *Boletín Oficial* correspondiente<sup>13</sup>.

La escritura pública —o la certificación del art. 6.2 RD 116/1992, o la publicación de las características de los valores en un Boletín Oficial— juega un papel fundamental en el sistema de anotaciones en cuenta, pues con la obligatoriedad de su otorgamiento el legislador ha querido introducir un mayor índice de *seguridad* y de *certeza* en el momento de constitución de los valores, amparando así los intereses de los inversores y favoreciendo, en último término, la buena marcha del mercado<sup>14</sup>.

### 1.2. Inscripciones en el Registro Mercantil necesarias en el régimen específico de las acciones.

En el régimen específico de las acciones de sociedad anónima, cuando éstas vayan a ser representadas por medio de anotaciones en cuenta, se hacen precisas determinadas inscripciones en el Registro Mercantil.

10. Aprobado por el RD 1784/1996, de 19 julio.

11. Arts. 6.1 LMV y 6.1 RD 116/1992.

Cfr. ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 255; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.* pg. 111.

12. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.* pg. 111; ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., «La actividad de gestión...», *cit.*, pg. 133; ALONSO ESPINOSA (en «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pg. 39, nota 6) quien señala que, en el caso de las acciones, la escritura a la que nos referimos habrá de ser una escritura pública otorgada específicamente para su representación por medio de anotaciones en cuenta; no parece plantearle servirse de la «escritura de emisión», pues el acto de emisión de las acciones es obra conjunta de la escritura de constitución de la sociedad y de los estatutos sociales y resultaría poco operativo e incluso falto de sentido su utilización para los fines exigidos en los arts. 6 LMV y 6 RD 116/1992.

En cambio, en el caso de las obligaciones, su escritura de emisión sí que podrá ejercer la función contemplada en el art. 6.1 *in fine* LMV.

13. Arts. 6.4. LMV y 10 RD 116/1992.

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

14. Cfr. GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg. 63; ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., «La actividad de gestión...», *cit.*, pg. 133.

En primer lugar será necesario que se inscriba la constitución de la propia sociedad, pues de lo contrario no sería posible proceder a la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta. El artículo 94.1 RRM expresa esta idea con gran claridad cuando afirma que, en la hoja abierta a cada sociedad, la constitución de la sociedad «necesariamente será la inscripción primera»<sup>15</sup>.

En su número 8.º, el artículo 94 RRM dispone la necesidad de inscribir «la designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable en el caso de que los valores se hallen representados por medio de anotaciones en cuenta». A este respecto, cuando la sociedad emisora de los valores haga su solicitud ante la Entidad encargada del registro en cuestión, le pedirá que le expida una *certificación* en la que quede constancia de que asume la llevanza del registro contable de esa emisión de valores. El artículo 95.3 RRM dispone que esa certificación será el título inscribible necesario para la inscripción requerida por el artículo 94.8.º RRM. Caben dos posibilidades por lo que se refiere a la designación de la Entidad encargada del registro: o bien que la emisora designe una Sociedad o una Agencia de Valores, cuando los valores no estén admitidos a negociación en mercados oficiales; o bien que se encomiende de forma necesaria la llevanza del registro al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, cuando se trate de valores admitidos en las Bolsas de Valores<sup>16</sup>.

El artículo 94 RRM exige, en su párrafo 3, la inscripción de la admisión y exclusión de cualquier clase de valores –no sólo de las acciones– a negociación en un mercado secundario oficial. En este caso el título inscribible, también requerido por el art. 95.3 RRM, será la *certificación* que expida la Sociedad Rectora de la Bolsa en la que se hallen admitidas a negociación las acciones.

### **1.3. Inscripción en el Registro de la CNMV de la designación de la Entidad encargada del registro contable de los valores.**

Esta exigencia forma parte del régimen general de los valores anotados, pero hace referencia tan sólo a aquellos valores que no estén admitidos a negociación en mercados oficiales.

Como ya hemos referido, en estos supuestos la llevanza del registro contable de los valores se encomendará a una Sociedad o a una Agencia de Valores. Los artículos 7.2 LMV y 45.2 RD 116/1992 disponen que tal designación sea inscrita en el Registro de la CNMV previsto en el artículo 92, a) LMV. Sin la inscripción de la designación no podrá procederse a la llevanza del registro contable de la emisión<sup>17</sup>.

15. Vid. PAU PEDRÓN, A., «Registro Mercantil», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, *cit.*, pg. 5725.

16. Art. 7.2 LMV.

17. Cfr. ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 273; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.* pg. 115.

Cuando se trate de valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública, no es necesaria esta inscripción, pues en esos casos se sabe que la llevanza del registro contable siempre corresponde al SCLV o a la Central de Anotaciones, respectivamente. Sin embargo, en el caso de los valores no admitidos a negociación en mercados oficiales, la obligación de la inscripción que comentamos se fundamenta en la necesidad de *identificar* cuál de entre todas las Sociedades y Agencias de Valores inscritas en los registros de la CNMV<sup>18</sup> es la que asume la llevanza del registro de los valores integrantes de la emisión que nos interesa.

La Entidad emisora de los valores deberá atribuir la llevanza del registro contable de cada emisión a una *única* Entidad encargada<sup>19</sup>, lo cual introduce un gran criterio de orden en el mercado. El sistema sería todavía más ordenado si se exigiese incluso una única Entidad encargada por emitente, a la cual la Entidad emisora encomendase la llevanza del registro de todas las emisiones de valores que efectuase<sup>20</sup>. Lo cierto, sin embargo, es que la Ley no exige la vinculación de cada emisora a una única Entidad encargada y que, por otro lado, también resulta positivo que la Entidad emisora goce de libertad para escoger la encargada del registro cada vez que efectúa una nueva emisión de valores. Si su relación con la encargada del registro ha sido buena, seguramente volverá a designarla para una nueva emisión. Pero, si no ha sido así, la emisora podrá buscar otra entidad que preste mejor su servicio de llevanza del registro. No tendría sentido establecer una relación de dependencia o encadenamiento de las Entidades emisoras a las Entidades encargadas cuando la inspiración del sistema –en lo que a este punto se refiere– parece querer apoyarse en la libre iniciativa privada<sup>21</sup>.

#### 1.4. Depósito de copias de la escritura pública y publicidad de ésta.

Como ya hemos observado, en la escritura pública a la que ahora nos referimos se define cuál es el contenido de los valores que se van a constituir<sup>22</sup>; en ella,

18. Vid. art. 62 LMV.

19. Art. 7.1 LMV.

20. Así lo propone ANGULO RODRÍGUEZ (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 272) y sugiere incluso que ese dato –la designación de la Entidad que ha resultado encargada del registro de todas las emisiones– se inscriba «en el Registro Mercantil cuando se trate de emitentes inscritos», como prevé el 94.8.º RRM –en su redacción dada por el RD 1784/1996, de 19 julio– para los valores emitidos por sociedades.

DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO (en «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 316), desde la posición contraria, mantienen que la designación de una única Entidad por emisión «no impide, sin embargo, que una misma sociedad o agencia pueda llevar cuentas correspondientes a más de un valor, ni que la contabilidad de diferentes emisiones de valores idénticos pueda venir encomendada a diferentes entidades –una por cada emisión–».

21. Nos inclina a pensar así el mismo hecho de que quede al arbitrio de la emisora la elección de la Entidad encargada; o la personalidad jurídico privada de la mayoría de las Entidades encargadas de los registros; o el régimen de libre tarifa existente en este ámbito –el art. 26.2 RD 116/1992 dispone que las «Entidades encargadas del registro contable establecerán (...) las tarifas de comisiones a percibir de las Entidades emisoras o de sus clientes por los mencionados servicios» de inscripción, mantenimiento de saldos y administración de valores–.

22. Arts. 8 LMV y 6.3 RD 116/1992.

además, se detalla el número de valores que integran la emisión, sus características y condiciones, su valor nominal, su denominación, etc.<sup>23</sup>. El régimen jurídico de los valores anotados en cuenta prevé, como último paso previo a la efectiva constitución de los valores, que la Entidad emisora haga depósito de copias de esta escritura en la Entidad que vaya a encargarse del registro contable de los valores y –cuando sea el caso– en los Organismos rectores del mercado en que se negocien los valores<sup>24</sup>.

Con estos depósitos de copias de la escritura se pretende, fundamentalmente, dar publicidad al contenido y demás características de los derechos anotados, paliando así la posible inseguridad de los titulares de los valores y contribuyendo a una marcha ordenada del mercado<sup>25</sup>. Los depósitos de copias de la escritura que deberá realizar la Entidad emisora de los valores son los siguientes:

a) Depositará una copia ante la *Entidad que vaya a llevar el registro contable* de la emisión de valores<sup>26</sup>:

a') Si los valores *no están admitidos a negociación en un mercado oficial*, la Entidad emisora depositará la copia en la *Sociedad o Agencia de Valores* que haya designado para la llevanza del registro<sup>27</sup>.

b') Si los valores están *admitidos a negociación en las Bolsas de Valores*, el depósito de la copia de la escritura se hará en el *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*, pues, en ese caso, es ésta la Entidad que, necesariamente, llevará el registro contable de los valores –pudiéndose ayudar por sus entidades adheridas y asumiendo entonces la posición de Registro Central–<sup>28</sup>.

c') Sin embargo, cuando los valores estén *admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores*, si la Comunidad Autónoma en la que ésta radica tiene competencia en la materia, se podrá disponer la creación por la Sociedad Rectora de esa Bolsa de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación. En ese caso el depósito de la copia de la escritura se hará en la *Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente*<sup>29</sup>.

b) Depositará otra copia de la escritura ante la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, quien la incorporará a uno de los Registros Públicos que tiene a su cargo<sup>30</sup>.

23. Arts. 6.1 LMV y 6.1 RD 116/1992.

24. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.* pg. 111; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 270.

25. Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., «La actividad de gestión...», *cit.*, pg. 133.

26. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 271.

27. Arts. 6.2 LMV, en relación con el art. 7.2 LMV, y 7.1 RD 116/1992.

28. Arts. 6.2 LMV, en relación con el art. 7.3 LMV, y 7.1 RD 116/1992.

29. Arts. 6.2 LMV, en relación con los arts. 7.3 y 54.2 LMV, y art. 7.1 RD 116/1992.

30. Arts. 6.2 y 92, e) LMV y 7.2 RD 116/1992.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 271.

c) Cuando los valores estén *admitidos a negociación en un mercado secundario oficial* la Entidad emisora depositará otra copia en su *organismo rector*<sup>31</sup>:

a') Si los valores se negociaran en las Bolsas de Valores:

a'') Tratándose de valores que se negociaran en una única Bolsa se depositará copia de la escritura ante la Sociedad Rectora de esa Bolsa<sup>32</sup>.

b'') Si los valores fueran negociados por medio del Sistema de Interconexión Bursátil, la copia podrá depositarse o bien ante la Sociedad de Bolsas, o bien ante cualquiera de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores –y, en este caso, se acompañará la copia autorizada de copias simples que la Entidad que las reciba cotejará y hará llegar a las restantes–<sup>33</sup>.

b') En el caso de los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones no hay depósito de copia de la escritura, porque las características de estos valores no son recogidas en escritura pública, sino que son publicadas en el Boletín Oficial correspondiente en el momento de su emisión, viéndose así igualmente cubierto el requisito de publicidad que se pretende alcanzar con el registro de la copia de la escritura pública exigido para los demás valores. Así lo prescriben los artículos 6.2 LMV y 10 RD 116/1992 respecto de las emisiones de Deuda del Estado, de las Comunidades Autónomas, de otras Entidades públicas, de Organismos internacionales y de cuantos otros supuestos pueda establecerse legalmente.

Para alcanzar la publicidad de las características de los valores a que hemos hecho referencia, el artículo 8.1 RD 116/1992 impone a la Entidad emisora, a la Encargada del registro contable y, cuando sea el caso, a los Organismos rectores de los mercados en que se negocien los valores la obligación de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general las copias de la escritura que han recibido en depósito<sup>34</sup>. Cuando los valores son negociados por medio del Sistema de Interconexión Bursátil esta obligación recae conjuntamente en la Sociedad de Bolsas y todas las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores –*vid.* el apartado b'') de la enumeración que acabamos de realizar–. A esto hemos de añadir el derecho que otorga el artículo 8.2 RD 116/1992 a los titulares de valores y demás personas interesadas a consultar directamente dichas copias y a obtener la expedición, a su costa, de una reproducción de las mismas por cualquier medio adecuado<sup>35</sup>.

31. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 272.

32. Arts. 6.2 *in fine* LMV y 7.3 RD 116/1992.

33. Arts. 6.2 *in fine* LMV y 7.3 *in fine* RD 116/1992.

34. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 272.

35. Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., «La actividad de gestión...», *cit.*, pg. 133; TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 270.

### 1.5. Modificación de las características de los valores.

A la vista de lo expuesto en los epígrafes anteriores se comprende que el procedimiento previsto para la modificación de las características de los valores sea la *constatación en escritura pública* de las nuevas características de los valores y *depósito de copias de la escritura* en las mismas Entidades en que hubiese procedido realizarlo anteriormente. La nueva escritura podrá sustituir a la antigua o simplemente complementarla; en cualquier caso, quedará a disposición del público de la misma forma y con los mismos fines que los previstos para la anterior escritura<sup>36</sup>.

La modificación de las características de los valores se hará pública en uno de los diarios de mayor difusión en la provincia en que la Entidad emisora tenga su domicilio y, si procediere, también se publicará en el Boletín Oficial del Registro Mercantil<sup>37</sup>.

### 1.6. Inscripción de los valores anotados en cuenta en el registro contable.

La constitución de los valores anotados en cuenta tiene lugar por medio de su *inscripción* en el correspondiente registro contable<sup>38</sup>. La inscripción es el elemento esencial del acto constitutivo de los valores anotados. A partir de ese momento el valor adquiere su condición de valor anotado en cuenta —*nace como tal valor anotado en cuenta*<sup>39</sup>— y queda sometido a las normas previstas en el Capítulo II del Título I de la LMV y en el RD 116/1992<sup>40</sup>. Se encuentra en esto un claro paralelismo con la estructura del acto constitutivo de la hipoteca, donde se exige que el derecho sea recogido en escritura pública y se establece la necesidad de inscribir la escritura en el Registro pertinente, pues mientras no haya inscripción el acreedor hipotecario no podrá ejercer la titularidad de su derecho, ya que se trata de una inscripción constitutiva<sup>41</sup>.

36. Art. 9.1 RD 116/1992.

37. Art. 9.2 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 270; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 275.

38. Arts. 8.1 LMV y 11 RD 116/1992.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 296; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 181 y 183, nota 61 *in fine*; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2663.

39. *Vid. supra* VI.1.6.

40. Art. 11 RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.* pg. 111; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1012.

41. En el art. 3.4 de la Ley 16 diciembre 1954, de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión, se afirma que «la falta de inscripción de la hipoteca (...) en el Registro privará al acreedor hipotecario (...) de los derechos que le concede la Ley».

En el art. 145 del Texto Refundido de la Ley Hipotecaria, Decreto 8 febrero 1946, se dispone que «para que las *hipotecas voluntarias* queden válidamente establecidas», además del otorgamiento de escritura pública, será necesario que ésta «se haya *inscrito en el Registro de la Propiedad*». En el art. 159 del mismo texto normativo se dispone que «para que las *hipotecas legales* queden válidamente establecidas *se necesita la inscripción del título* en cuya virtud se constituyan».

Dado el carácter contable del registro de valores anotados, la inscripción –y, en su caso, la cancelación– de la titularidad sobre un valor se producirá en virtud de abono –o adeudo, si es cancelación– en la cuenta respectiva<sup>42</sup>.

La Entidad encargada del registro procederá a la práctica de la primera inscripción en favor de los suscriptores de los valores cuando obre en su poder copia de la escritura<sup>43</sup> y en virtud de una relación suscrita por la Entidad emisora. Si la colocación de la emisión fuera realizada por una o varias Entidades financieras, entonces la relación podrá ser suscrita por la Entidad colocadora o por la que haya actuado como Directora<sup>44</sup>. La atribución de la titularidad sobre los valores que se haga en favor de sus suscriptores se fundamentará en el consentimiento u orden que, con carácter previo a la práctica de los asientos, éstos deben haber hecho constar ante la Entidad encargada del registro<sup>45</sup>.

La designación de la Entidad que asuma la llevanza del registro contable viene determinada por el hecho de que los valores vayan a ser negociados o no en un mercado secundario oficial:

- Cuando los valores no estén admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, la Entidad encargada del registro será libremente designada por la Entidad emisora entre las Sociedades y Agencias de Valores que tengan incluida en su declaración de actividades la llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta<sup>46</sup>.

- Cuando los valores estén admitidos a negociación en Bolsa, necesariamente será el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores quien, de forma conjunta con sus Entidades adheridas, asumirá la llevanza del registro contable de los valores. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores ejercerá la función de Registro Central<sup>47</sup>. Podrán ser Entidades adheridas, a tenor de lo dispuesto en el artículo 71, h) LMV, las Sociedades y Agencias de Valores que tengan incluida esta facultad en su declaración de actividades.

También será el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores quien, en los mismos términos que acabamos de expresar, asuma la llevanza del registro contable de valores de los que esté solicitada o vaya a solicitarse su admisión a negociación en Bolsa<sup>48</sup>.

Sin perjuicio de lo que hemos señalado en los dos párrafos anteriores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas sitas en Comunidades Autónomas con compe-

42. Art. 31.4 RD 116/1992.

43. A la que se refieren los arts. 6 LMV y 6 RD 116/1992.

44. Arts. 36.1 LMV y 49.1 RD 116/1992.

45. Arts. 36.1 LMV y 49.1 RD 116/1992.

46. Arts. 7.2 y 71 g) LMV y 45.1 RD 116/1992.

47. Arts. 7.3 LMV y 30 RD 116/1992.

48. Art. 30.2 RD 116/1992.



tencia en la materia podrán crear servicios propios para la llevanza del registro contable de valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores<sup>49</sup>.

- Cuando los valores estén admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública, el registro contable de los valores será llevado necesariamente por la Central de Anotaciones y las Entidades gestoras, actuando la Central de Anotaciones como registro central<sup>50</sup>. Podrán actuar como Entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública aquellas Sociedades y Agencias de Valores que hayan incluido en su declaración de actividades ésta, que se encuentra contemplada en la letra e) del artículo 71 LMV<sup>51</sup>.

## 2. CONTENIDO DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA

Dispone el artículo 8.1, proposición segunda, LMV que «el contenido de los valores anotados vendrá determinado por la escritura prevista en el artículo 6»<sup>52</sup> –en el caso de programas de emisión que comprendan la posibilidad de emitir durante cierto plazo valores de distintas características, la escritura pública podrá ser única, pero será precisa la expedición de una *certificación complementaria* en la que se hagan constar las características diferenciadas<sup>53</sup>–. Como ya hemos observado, en la escritura se contiene la denominación, el número de unidades, el valor nominal y las demás características y condiciones de los valores que integran la emisión. En el artículo 6.1 RD 116/1992 se detalla más esta cuestión y se dispone que, de acuerdo con la naturaleza propia de los valores, esas características y condiciones podrán ser las que se mencionan en la Ley de Sociedades Anónimas, en el Reglamento del Registro Mercantil y en otras disposiciones que resulten específicamente aplicables.

El *régimen específico de las acciones* es uno de los más detallados. Dentro de éste se puede hacer una enumeración de los elementos que describen el contenido de

49. Arts. 7.3 y 54.2 LMV y 30.3 RD 116/1992.

50. Art. 7.4 LMV.

51. Sobre esta cuestión poco añade el RD 116/1992 –ya que, por lo que a las operaciones sobre valores se refiere, centra su atención en los valores negociados en Bolsa–, simplemente se limita a señalar en su art. 43 que cuanto dispone el Real Decreto con relación a la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta «será aplicable con carácter supletorio a la Deuda Pública y demás valores que se negocien en el mercado a que se refiere el Capítulo III del Título IV de la Ley del Mercado de Valores».

52. El art. 6 LMV, como ya hemos comentado, exige que para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se otorgue escritura pública relativa a las características de los valores, que podrá ser sustituida por la escritura de emisión o –en el caso de la Deuda Pública y valores asimilados o cuando se establezca legalmente– por la publicación de las características de la emisión en el Boletín Oficial correspondiente.

*Vid.* ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 271; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 100; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 171, 204 y 206, nota 101; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 39; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 263.

53. Art. 6.2 RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 171.

una acción distinguiendo, a su vez, entre los elementos o requisitos comunes a toda acción y los requisitos específicos tan sólo de aquéllas que están anotadas en cuenta<sup>54</sup>:

- Los elementos *comunes* a toda acción son:

- Denominación de la sociedad emisora, CIF y datos de la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil.

- Carácter ordinario o privilegiado de la acción (dejando constancia, por tanto de los derechos especiales que otorga), valor nominal de la acción y constatación, en su caso, de que se trata de una acción sin voto.

- Especificación de la suma desembolsada o de que la acción se encuentra totalmente desembolsada y, en el primer caso, plazo para efectuar los desembolsos, teniendo éstos una fecha límite, según dispone el artículo 134.3 RRM.

- Cuando la acción lleve aparejada alguna prestación accesoria se consigna ésta, aclarando cuál es el contenido de la prestación.

- Datos del titular, especificando, según los casos, su NIF, NIE o CIF, según dispone el RD 338/1990<sup>55</sup>.

- Los requisitos *específicos* de las acciones anotadas en cuenta son:

- Datos de la inscripción de la emisión en la CNMV.

- Datos de la Entidad encargada del registro contable de los valores.

### 3. TRANSFORMACION DE TITULOS EN ANOTACIONES EN CUENTA

Al estudiar la transformación de títulos en anotaciones en cuenta, podemos distinguir dos situaciones distintas.

- La primera de estas situaciones forma parte del proceso de implantación del sistema de anotaciones en cuenta establecido por la LMV. Las Disposiciones Transitorias 1.ª a 4.ª RD 116/1992 se ocupan de la regulación del mencionado proceso. Estas disposiciones hacen referencia a valores que, por imposición legal, necesariamente tienen que pasar a representarse por medio de anotaciones en cuenta. Por eso, al tratar de estos supuestos, podemos hablar de *transformación necesaria* de títulos en anotaciones en cuenta.

- La segunda situación, comprendida en el artículo 4 RD 116/1992, se corresponde con la reversibilidad que el artículo 5 LMV atribuye a los títulos

54. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.* pg. 113.

55. En los supuestos de *copropiedad* «pese al tenor literal de los arts. 55.1 LSA y 9 y 10 LMV, parece razonable que el apoderamiento pueda ser inscrito, a instancia de cualquier comunero, en el libro registro de acciones nominativas o *en la cuenta correspondiente del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta*» –el subrayado es nuestro– (cfr. PANTALEÓN PRIETO, F., «Copropiedad de acciones», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, *cit.*, pg. 1737).

como forma de representación de los valores negociables y podríamos denominarla *transformación voluntaria* de títulos en anotaciones en cuenta.

### 3.1. Transformación necesaria de títulos en anotaciones en cuenta.

De la implantación del sistema de anotaciones en cuenta se desprende la necesidad de proceder a la transformación de los títulos fungibles incluidos en el sistema del D. 1128/1974<sup>56</sup> y de los títulos no fungibles admitidos a negociación en Bolsa. Frente a la transformación voluntaria del artículo 4 RD 116/1992, estos dos supuestos integran lo que llamamos transformación necesaria, que supone una etapa histórica determinada e irrepetible dentro de la cronología del sistema impuesto por la LMV. Por el contrario, la transformación voluntaria, como veremos, es una alternativa que queda de modo permanente al alcance de aquellas Entidades emisoras que, en cualquier momento, quieran proceder a la representación de sus títulos en forma de anotaciones.

#### 3.1.1. TRANSFORMACION EN ANOTACIONES EN CUENTA DE TITULOS FUNGIBLES

La Disposición Transitoria 10 de la LMV declara que el sistema de fungibilidad, regulado por el D. 1128/1974, de 25 abril, se considera a extinguir. Desde la entrada en vigor de los preceptos de la LMV referentes a las Bolsas de Valores ya no pudieron incorporarse más emisiones de valores al sistema de fungibilidad y el Gobierno debía regular, de forma necesaria, la transformación en anotaciones en cuenta de los títulos incluidos en el mismo y derogar el mencionado Decreto antes de que finalizara el año 1992<sup>57</sup>.

La Disposición Derogatoria del RD 116/1992 cumple con la derogación del D 1128/1974 y la Disposición Transitoria 1.ª RD 116/1992 se ocupa de regular el procedimiento de transformación en anotaciones en cuenta de los valores que se encontraban incluidos en el sistema de fungibilidad<sup>58</sup>.

El procedimiento de transformación de cada valor comienza con el arqueo y cuadro de los ficheros de referencias técnicas y de numeraciones de títulos depositados existentes en las Bolsas de Valores y en las Entidades depositarias<sup>59</sup>. Esta exigencia del arqueo y cuadro de ficheros se debe no sólo a la necesidad de llevar un cierto orden en el proceso de transformación de los títulos fungibles, sino también a la conveniencia de depurar las situaciones de inflación técnica de anotaciones –respecto al número de títulos de determinadas emisiones– que se generaron dentro del sistema de fungibilidad. La Disposición Transitoria 1.1 RD 116/1992

56. JIMÉNEZ SÁNCHEZ (en «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 369) destaca que la Disp. Transit. 10 LMV declara a *extinguir* el sistema del D. 1128/1974 y que el Gobierno regulará la transformación de los títulos incluidos en el mismo en anotaciones en cuenta.

57. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 120; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 251.

58. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 120.

59. Disp. Transit. 1.1 RD 116/1992.

exige además que conste documentalmente la conformidad de las Bolsas y las Entidades depositarias con el mencionado cuadro. Esta manifestación de conformidad, que compromete a las entidades implicadas, contribuye a garantizar la consecución de los fines del arqueo y cuadro –los referidos orden y paliación de posibles inflaciones–<sup>60</sup>. La Disposición Transitoria 1.3 RD 116/1992 impone a las Entidades adheridas al sistema y a los miembros de la Bolsa la obligación de prestar a las Sociedades Rectoras cuanta colaboración les soliciten en relación con la labor de arqueo y cuadro.

Una vez realizado el arqueo y cuadro, podrá abandonarse la cancelación de saldos referida por el artículo 6.5 del D 1128/1974<sup>61</sup>.

El SCLV coordinará la marcha del proceso de transformación de títulos fungibles: 1.º) determinando para cada valor la fecha en que tendrá lugar su transformación y 2.º) cursando a las Entidades adheridas las instrucciones conforme a las cuales se haga efectiva ésta<sup>62</sup>.

La fecha fijada por el SCLV será el punto de partida del proceso de transformación de cada valor y se comunicará a las Entidades emisoras de los valores y se publicará en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, en los Boletines de Cotización y en un diario, al menos, de circulación nacional. Deberán mediar dos meses entre la última de estas publicaciones y la fecha determinada para la transformación<sup>63</sup>.

Una vez que haya tenido lugar la transformación se abre un plazo de un año, dentro del cual la Entidad emisora de los valores deberá proceder al otorgamiento de *escritura pública*<sup>64</sup> –que, si fuese preciso será de modificación de Estatutos– en la que se haga constar el cambio de la modalidad de representación de los valores, así como los demás requisitos que se exigen en el artículo 6 RD 116/1992 para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta<sup>65</sup>.

Después de otorgada la escritura pública, las Entidades adheridas podrán proceder a la destrucción de los títulos<sup>66</sup>, dejando constancia documental de ello, exigiéndose que el documento esté firmado por un representante de la Entidad adherida y otro de la Entidad emisora. Si, por cualquier motivo, no se quisiera proceder a la destrucción de algún título, deberá hacerse constar en él, de forma visible, su anulación<sup>67</sup>.

60. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 273.

61. Disp. Transit. 1.2 RD 116/1992.

62. Disp. Transit. 1.4 RD 116/1992.

63. Disp. Transit. 1.4 RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 178.

64. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 273; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 178; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 251.

65. Disp. Transit. 1.5 RD 116/1992.

66. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 273; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 178.

67. Disp. Transit. 1.6 RD 116/1992.

La Disposición Transitoria 1.7 RD 116/1992 contiene una medida con la cual se contribuye a dar cumplimiento al principio de unidad de representación, enunciado por el artículo 2 RD 116/1992. En la citada disposición transitoria se establece que, si existiesen simultáneamente dentro de una misma emisión de valores títulos incluidos en el sistema de fungibilidad del D. 1128/1974 y títulos que no lo estuvieran, estos segundos deberán incluirse en el sistema antes de la transformación de los restantes<sup>68</sup>. La solicitud de inclusión deberá presentarse, al menos, con quince días de antelación a la fecha fijada para la transformación de los valores integrantes de la emisión. Los títulos que no se incluyesen en el sistema antes de la fecha señalada quedarán anulados, en cuyo caso se procederá conforme a lo previsto en los números 4 y 5 del artículo 4 RD 116/1992.

- El número 4 del artículo 4 RD 116/1992 prescribe la anulación de aquellos títulos que no sean transformados en anotaciones en cuenta, cuando los demás títulos de la emisión en la que se encuentran integrados sí se han transformado en anotaciones. No obstante, queda a salvo el derecho a que se practique la inscripción correspondiente en el registro de valores anotados a favor de quien acredite ser titular del valor.
- Si, transcurridos tres años desde la fecha en que los títulos se tenían que haber transformado, no se llegara a producir la inscripción, la Entidad adherida procederá a la venta de los valores por cuenta y riesgo de los interesados a través de una o varias Sociedades o Agencias de Valores, en su caso miembros de la Bolsa, y depositará el importe en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos<sup>69</sup>.

Esta alternativa que contienen los números 4 y 5 del artículo 4 es ofrecida por el RD 116/1992 no sólo dentro del proceso de transformación de títulos fungibles, sino también en los demás supuestos de transformación necesaria que vamos a analizar en los epígrafes siguientes.

### 3.1.2. TRANSFORMACION EN ANOTACIONES EN CUENTA DE TITULOS NEGOCIADOS EN BOLSA NO INCLUIDOS EN EL SISTEMA PREVISTO EN EL D 1128/1974

La Disposición Adicional 1.<sup>a</sup> 5 LSA afirma que todas las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente deben representarse por medio de anotaciones en cuenta<sup>70</sup>. El artículo 29 RD 116/1992 insiste en esta idea dando por hecho que la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta será condición necesaria para su admisión a negociación en Bolsa. Encontramos un argumento más en esta línea en la lectura *a sensu contrario* del artículo 46.2, a) LMV. Añade la mencionada

68. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 178.

69. Arts. 4.5. RD 116/1992 y 59.3 LSA.

Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 178.

70. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 120.

Disposición Adicional 1.ª.5 LSA que el Gobierno, previo informe de la CNMV, debe fijar los plazos y procedimiento que habrán de presidir la transformación en anotaciones. Este mandato se ve cumplido en las Disposiciones Transitorias 2.ª y 3.ª RD 116/1992<sup>71</sup>.

Finalizados los procesos que a continuación vamos a analizar –transformación de títulos al portador y transformación de títulos nominativos–, esto es, una vez que los valores ya estén representados por medio de anotaciones en cuenta, los títulos en que antes se reflejaban quedarán *amortizados* de pleno derecho y se dará publicidad a su *anulación* mediante anuncios en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, en los correspondientes de las Bolsas de Valores y en tres diarios de máxima difusión en todo el territorio nacional<sup>72</sup>.

### 3.1.2.1. Títulos al portador.

La delimitación del ámbito objetivo en el que resulta aplicable esta transformación vuelve a ser ocasión de percibir el esfuerzo del RD 116/1992 por dar cumplimiento al principio de unidad de representación del artículo 2 RD 116/1992. En efecto, la Disposición Transitoria 2.1 RD 116/1992 dice hacer referencia a los títulos al portador negociados en Bolsa que, no estando incluidos en el sistema de fungibilidad, tampoco pertenezcan a emisiones comprendidas en dicho sistema<sup>73</sup>.

Al igual que en la transformación de títulos fungibles, la coordinación del proceso está encomendada al SCLV. Este fijará una fecha a partir de la cual se

71. Vid. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 178.

72. Disp. Adic. 1.ª.5 LSA.

Vid. ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 252.

No coincidimos con la relación que establece MADRID PARRA (en «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 172 y nota 45) entre la Disp. Adic. 1.ª.5 LSA y los arts. 61 LSA y 92 RD 116/1992.

Observa que, conforme a lo dispuesto por estos artículos, «la modificación de las características de las acciones anotadas se hará pública en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia donde la sociedad tenga su domicilio» y añade que «si la “modificación” consiste precisamente en la transformación de acciones cotizadas representadas mediante títulos en otras representadas por medio de anotaciones en cuenta el párrafo segundo de la disposición adicional 1.ª.5 de la LSA establece que la publicación se haga, además de en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil*, en los correspondientes de las Bolsas de Valores y en tres diarios de máxima difusión en todo el territorio nacional».

Este autor presenta la Disp. Adic. 1.ª.5 LSA como un «además» respecto de lo dispuesto en los arts. 61 LSA y 9.2 RD 116/1992 y no cabe tal acumulación porque una y otras disposiciones están regulando situaciones distintas. La Disp. Adic. 1.ª.5 se refiere a la transformación de *títulos* en anotaciones en cuenta, mientras que los artículos comentados se refieren a la modificación de las características de valores que *ya están representados en anotaciones en cuenta*. En la medida en que no procede la transformación en anotaciones en cuenta de valores que ya están anotados en cuenta, entendemos que tampoco procede la vinculación que criticamos de estas disposiciones normativas.

73. La ausencia de cualquiera de estos requisitos haría que los valores en cuestión se consideraran incluidos en el ámbito de la Disp. Transit. 1 RD 116/1992:

- ya fuera por tratarse de títulos fungibles;
- ya fuera por tratarse de títulos no incluidos en el sistema de fungibilidad, pero de la misma emisión que otros comprendidos en dicho sistema (Disp. Transit. 1.7 RD 116/1992).

Vid. también una referencia a esta modalidad de transformación en TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 273.

abrirá un plazo de seis meses para que se presenten ante cualquiera de las Entidades adheridas los títulos que tienen que ser transformados. Esta fecha será comunicada a las Entidades emisoras y publicada en el Boletín Oficial del Registro Mercantil con la debida antelación<sup>74</sup>. El carácter obligatorio de la transformación que analizamos se hace manifiesto cuando observamos que la Disposición Transitoria 2.1 RD 116/1992 impone a las Entidades adheridas que procedan a la transformación no tan sólo de los títulos que, con tal objeto, les fueran presentados de forma voluntaria, sino también de los que con cualquier otra causa les fuesen presentados —como, por ejemplo, la obligación de entrega derivada de operaciones bursátiles—.

No será preciso esperar el referido plazo de seis meses cuando se trate de títulos que ya estuviesen depositados ante las propias Entidades adheridas, sino que se procederá a la transformación en la fecha fijada por el SCLV para el comienzo del computo de los seis meses<sup>75</sup>.

Los números 2 y 4 de la Disposición Transitoria 4 RD 116/1992 detallan cómo sigue el procedimiento de transformación. No habrá diferencias en el procedimiento para las distintas situaciones<sup>76</sup> en que anteriormente pudieran encontrarse los títulos:

- Cada Entidad adherida dirigirá al SCLV una *comunicación* relativa a los títulos cuya transformación se vaya a obrar<sup>77</sup>.

- A partir de dicha comunicación se procederá a la *inscripción de los valores siguiendo el modelo de doble escalón* adoptado por nuestro sistema de anotaciones en cuenta<sup>78</sup>:

- El SCLV expedirá las oportunas *referencias de registro*<sup>79</sup> y procederá a la *inscripción o abono de los valores* en las cuentas que cada Entidad adherida tenga abiertas en el propio SCLV<sup>80</sup>.

- A su vez, *cada Entidad adherida inscribirá los valores* en las cuentas que tengan abiertas en ella cada uno de sus clientes. Para la práctica de estas inscripciones el SCLV habrá comunicado previamente a las Entidades adheridas las referencias de registro<sup>81</sup>.

- Cada Entidad emisora de valores transformados en anotaciones en cuenta deberá otorgar una *escritura pública* —en su caso, de modificación de Estatutos— dejando constancia del cambio en la modalidad de representación de los valores, así como de los demás requisitos que se exigen en el artículo 6 RD 116/

74. Disp. Transit. 2.1 RD 116/1992.

75. Disp. Transit. 2.3 RD 116/1992.

76. Descritas en los núms. 1 y 3 de la Disp. Transit. 4 RD 116/1992.

77. Disp. Transit. 2.2 RD 116/1992.

78. La adopción del sistema de doble escalón es explicitada en el párrs. 4.º de la EM del RD 116/1992 y podemos verla reflejada en el art. 7 LMV y en el Capítulo II del Título I del RD 116/1992.

79. Vid. art. 32.2 RD 116/1992.

80. Disp. Transit. 2.2 RD 116/1992.

81. Disp. Transit. 2.2 RD 116/1992.

1992 para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta. El plazo para el otorgamiento de esta escritura será de un año a contar desde la extinción del plazo de seis meses al que se refiere el número 1 de la Disposición Transitoria 2 RD 116/1992 –tratándose de los valores descritos en el número 3 de esta Disp. Transit. el plazo de un año se contará desde la fecha fijada por el SCLV para el inicio del cómputo del plazo de seis meses al que nos acabamos de referir–<sup>82</sup>.

Con los títulos respecto de los que se incumpla la obligación de presentación dentro del plazo de seis meses fijado por el SCLV se procederá de acuerdo con lo establecido en los números 4 y 5 del artículo 4 RD 116/1992<sup>83</sup>.

Nada dice esta Disposición Transitoria sobre la destrucción de los títulos, pero es de suponer que se procederá en los mismos términos que los establecidos en la Disposición Transitoria 1.6 RD 116/1992.

### 3.1.2.2. Títulos nominativos.

La Disposición Transitoria 3 RD 116/1992 se refiere a la transformación en anotaciones en cuenta de títulos nominativos admitidos a negociación en Bolsa y no incluidos en el sistema de fungibilidad previsto en el D 1128/1974<sup>84</sup>.

La información contenida en los *libros-registro* de las Entidades emisoras<sup>85</sup> supone una ayuda excepcional para el proceso de transformación de los títulos nominativos. La Disposición Transitoria 3.1 RD 116/1992 afirma que la transformación de estos títulos se hará en función de esa información.

El SCLV establecerá una fecha para la transformación de los valores, que será objeto de comunicación a las Entidades emisoras y de publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en los Boletines de Cotización con, al menos, tres meses de antelación<sup>86</sup>.

Aunque la Disposición Transitoria 3 RD 116/1992 no lo señale explícitamente, se deduce que las Entidades emisoras deberán *transmitir al SCLV*, después de comunicada la fecha y antes de que ésta llegue, la información contenida en los libros-registro.

El siguiente paso es la constitución del registro conforme al sistema de doble escalón. Para ello el SCLV expedirá las correspondientes referencias de registro y las comunicará, junto con los saldos pertenecientes a cada titular, a las Entidades

82. Disp. Transit. 2.4 RD 116/1992.

83. Disp. Transit. 2.5 RD 116/1992.

*Vid.* ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 320.

84. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 273.

85. El art. 55 LSA, refiriéndose al libro registro de acciones nominativas, observa que en él «se inscribirán las sucesivas transferencias de las acciones con expresión del nombre, apellidos, razón o denominación social, en su caso, nacionalidad y domicilio de los sucesivos titulares, así como la constitución de derechos reales y otros gravámenes sobre aquéllas».

86. Disp. Transit. 3.1 RD 116/1992.



adheridas en las que estén depositados los títulos o los extractos de inscripción<sup>87</sup>. Llegada la fecha que había fijado el SCLV para la transformación de los valores, éste y las Entidades adheridas procederán a la apertura de las cuentas correspondientes para cada valor y a la realización de los correspondientes abonos en ellas<sup>88</sup>.

En el plazo de un año, contado desde la fecha de la transformación, la Entidad emisora deberá otorgar escritura pública en la que conste la modificación en la forma de representación de los valores, así como los demás requisitos exigidos en el artículo 6 RD 116/1992 para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta<sup>89</sup>.

La Disposición Transitoria 3 RD 116/1992 termina afirmando la aplicabilidad de los números 4 y 5 del artículo 4 RD 116/1992.

### 3.1.3. TRANSFORMACION DE TITULOS SUJETOS A DERECHOS REALES O GRAVAMENES

En cualquiera de los procedimientos de transformación que acabamos de analizar habrá de ser tenida en cuenta la existencia de títulos sometidos a derechos reales limitados o gravámenes. Cuando así fuera, esta circunstancia deberá hacerse constar en las cuentas correspondientes al valor afectado<sup>90</sup>.

Salvo que ya constara su existencia a la Entidad adherida, la constitución del derecho real o gravamen deberá acreditarse conforme a las reglas de los artículos 50 y 51 RD 116/1992<sup>91</sup>.

### 3.2. Transformación voluntaria de títulos en anotaciones en cuenta.

El procedimiento de transformación voluntaria de títulos en anotaciones en cuenta es consecuencia de la reversibilidad que el art. 5 LMV atribuye a esta forma de representación de los valores<sup>92</sup>.

El procedimiento comenzará con un acuerdo previo de la Entidad emisora, con los requisitos legalmente exigidos, decidiendo que los títulos representativos de los valores se transformen en anotaciones en cuenta<sup>93</sup>. En el régimen específico de las acciones de sociedad anónima, dado que el cambio en la modalidad de

87. El art. 55.5 LSA describe esta figura, estableciendo que «mientras que no se hayan impreso y entregado los títulos de las acciones nominativas, el accionista tiene derecho a obtener certificación de las inscritas a su nombre».

88. Disp. Transit. 3.2 RD 116/1992.

89. Disp. Transit. 3.3 RD 116/1992.

90. Arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., «El desarrollo reglamentario...», «El desarrollo reglamentario...», *cit.*, pg. 274.

91. Disp. Transit. 4 y art. 39 RD 116/1992.

92. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 25; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg. 63.

Con relación a los valores de Deuda Pública anotada, *vid.* MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.* pg. 20.

93. Art. 4.1 RD 116/1992.

representación de los valores supone una modificación de los Estatutos sociales<sup>94</sup>, el acuerdo previo habrá de ser adoptado por la Junta general cumpliendo los requisitos contemplados en los artículos 103 y 144 LSA<sup>95</sup>. El acuerdo de transformación de los títulos en anotaciones en cuenta estará recogido en escritura pública cumpliendo así con lo dispuesto por el artículo 6.1 LMV<sup>96</sup>.

La fecha para la transformación de los valores no será fijada por el SCLV, como en los procedimientos de transformación necesaria, sino que será la propia Entidad emisora la que, en el acuerdo de transformación, establezca un plazo para la presentación de los títulos ante la Entidad o Entidades encargadas del registro contable. Este plazo no podrá ser inferior a un mes ni superior a un año y se publicará en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en uno de los diarios de mayor difusión en la provincia en que la Entidad emisora tenga su domicilio<sup>97</sup>.

La transformación tendrá lugar según vayan siendo presentados los títulos ante la Entidad o Entidades encargadas de la llevanza del registro contable, que practicarán las correspondientes inscripciones a favor de quienes aparezcan como titulares conforme a la ley de circulación de cada título –según éstos sean nominativos, a la orden o al portador–<sup>98</sup>. Esta flexibilidad en el proceso de transformación se puede interpretar como un indicio de la actitud proclive del legislador a facilitar el tránsito al sistema de anotaciones<sup>99</sup>.

Los títulos que no se transformen dentro del plazo fijado al efecto quedarán anulados, si bien quien acredite la titularidad del valor tendrá derecho a que se practique a su favor la inscripción correspondiente<sup>100</sup>.

94. *Vid.* art. 9, g) LSA.

95. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 177.

96. Con relación al régimen específico de las acciones, DÍAZ MORENO/PRIÉS PICARDO (en «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 321) dudan si «la escritura donde conste la modificación de los estatutos es suficiente para proceder a la inscripción de las acciones en el registro contable, dado que el art. 6.º LMV habla específicamente de la escritura de emisión. Y lo cierto es que en el caso de conversión no existe, propiamente, escritura de emisión». Aunque, finalmente, terminan afirmando que será suficiente «la escritura de modificación de los estatutos», no entendemos el origen de la duda de estos Autores sobre la *suficiencia* de esta escritura, ni su cuestionamiento sobre la necesidad de una escritura de emisión. El art. 6 LMV no impone la necesidad de una escritura de emisión, sino que, facultativamente, concede que la escritura pública «podrá sustituirse, en su caso, por la escritura de emisión».

97. Art. 4.3 RD 116/1992.

98. Arts. 4.2 RD 116/1992 y 5.3 LMV.

99. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 25; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 177.

100. Art. 4.4 RD 116/1992.

Esta situación manifiesta que el derecho incorporado al título puede subsistir más allá de la destrucción o anulación de éste y evidencia que, en último término, el título-valor es un simple medio de legitimación del derecho.

- Cuando se trata de títulos que no son constitutivos del derecho que incorporan –como es el caso de la acción de sociedad–, es lógico entender que el derecho subsista aunque el documento no.

- Pero, incluso tratándose de títulos constitutivos –por ejemplo, la letra de cambio–, es posible acudir al procedimiento de amortización (arts. 547 y ss. CCom) y que el derecho, subsistiendo con independencia del título amortizado, se incorpore a un nuevo documento (*vid.* GARRIGUES, J., *Curso...*, Tomo I, 7.ª ed., *cit.*, pg. 728).

Si, transcurridos tres años desde la conclusión del plazo para la transformación, hubiese valores que continuasen sin ser inscritos en el registro, la Entidad encargada de la llevanza del registro procederá a la venta de los valores por cuenta y riesgo de los interesados, ayudándose para ello de una o varias Sociedades o Agencias de Valores —que habrán de ser miembros de la Bolsa correspondiente si los valores estuviesen admitidos a negociación—. El importe de la venta será depositado por la Entidad encargada del registro en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos<sup>101</sup>.

A la vista del procedimiento y las consecuencias de la transformación de títulos en anotaciones en cuenta cabe plantearse si, en el caso de las acciones, tal transformación puede realizarse *sin el consentimiento de todos los socios afectados por la transformación*<sup>102</sup>. Los socios afectados son todos los titulares de acciones integradas en la emisión de valores sometida a transformación<sup>103</sup>. La duda surge de la lectura del artículo 5.3 LMV, en el que se dice que el paso al sistema de anotaciones en cuenta tendrá lugar «a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento a la transformación», lo cual podría parecer una concesión al juicio de cada titular para que decida si somete o no sus valores a la conversión. Pero la disposición del artículo 5.3 LMV no debe interpretarse sino como una excepción al principio de unidad de representación que, con carácter transitorio, afecta a los valores sometidos a transformación en anotaciones mientras dura el proceso de transformación<sup>104</sup>.

Hechas estas consideraciones, puede entenderse que *no será preciso el consentimiento de todos los socios* para proceder a la conversión de los títulos en anotaciones en cuenta<sup>105</sup>, de modo que el acuerdo de alteración de la forma de representación de las acciones se adoptará sin más requisitos que los necesarios para cualquier modificación estatutaria<sup>106</sup>.

Ya hemos visto cuáles son las previsiones para cuando un socio no presenta o *no quiere presentar los títulos a la transformación*: los títulos quedarán sin valor y dispone de un plazo de prórroga de tres años para realizar la inscripción de los valores<sup>107</sup>. Si las acciones son nominativas podría procederse a la inscripción a nombre

101. Arts. 4.5 RD 116/1992 y 59.3 LSA.

Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 178.

102. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 321.

103. Ya que los arts. 5.1 LMV y 2 RD 116/1992 prevén que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se aplique a todos los integrantes en una misma emisión —principio de unidad de representación—.

104. A ello se refiere el art. 2 RD 116/1992, en el cual, al tiempo que se predica la unidad de representación, se reconocen «las excepciones que deriven de lo previsto en este Real Decreto para el caso de cambio en la modalidad de representación».

105. *Vid.* DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 322; *contra* ALONSO ESPINOSA, F. J., «Configuración estatutaria de las acciones [en torno a los artículos 9.º, g) y k) de la Ley de Sociedades Anónimas y 122 y 123 del Reglamento del Registro Mercantil]», en *RGD*, 1990, núms. 550 y 551, pgs. 5534 y 5535; VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La documentación de la posición de socio», *cit.*, pg. 330.

106. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 322; *vid.* la referencia que hacen a algunos supuestos excepcionales y el comentario del art. 145 LSA (*op. cit.*, pgs. 322 y 323).

107. Art. 4, núms. 4 y 5, RD 116/1992.

de sus titulares, pero si son al portador, pasado el plazo de tres años, se procederá a la venta de los valores conforme a lo dispuesto en el artículo 59.3 LSA antes comentado<sup>108</sup>.

La Entidad encargada podrá proceder a la destrucción de los títulos que se le presentaron para la transformación. Si se decidiera no destruir algún título, deberá hacerse constar de forma visible sobre el propio título su anulación<sup>109</sup>. La destrucción de los títulos deberá hacerse constar en un documento que firmarán representantes de la Entidad encargada y de la Entidad emisora<sup>110</sup>.

Para la transformación de valores cuyos títulos no hayan sido impresos y entregados el órgano de administración de la Entidad emisora deberá expedir una certificación haciendo constar esta circunstancia. La Entidad encargada del registro practicará las correspondientes inscripciones a favor de las personas que acrediten ser titulares de los valores, quienes previamente presentarán, en su caso, los resguardos provisionales o extractos de inscripción que se emitieran<sup>111</sup>.

108. Art. 4.5 RD 116/1992.

*Vid.* DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pgs. 323 y 324.

109. Es el principio de apariencia jurídica el que reclama que el título-valor revele de forma expresa su desvalorización.

Hasta el momento, este principio hacía valer esta exigencia en los casos en que el derecho se hubiese extinguido (*vid.* GARRIGUES, J., *Curso...*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 728). Sin embargo, el sistema de anotaciones en cuenta introduce un nuevo supuesto de aplicación de este principio, que es la anulación de títulos cuando ha cambiado la forma de representación del derecho.

110. Art. 4.6 RD 116/1992.

111. Arts. 4.7 RD 116/1992 y 54 y 55.5 LSA.



## Legitimación registral para el ejercicio de los derechos

**SUMARIO.**—1. EFECTO LEGITIMADOR DE LA INSCRIPCIÓN REGISTRAL.—1.1. Legitimación activa.—1.2. Legitimación pasiva.—2. CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN —ARTS. 12 LMV Y 18 Y SS. RD 116/1992.—2.1. Naturaleza y caracteres generales de los certificados.—2.2. Expedición de los certificados.—2.3. Inmovilización registral de los valores; la restitución de los certificados y su caducidad.—2.4. Extravío, destrucción y sustracción de los certificados.—2.5. Ejecutividad procesal de los certificados de legitimación.

### 1. EFECTO LEGITIMADOR DE LA INSCRIPCIÓN REGISTRAL

Merece la pena prestar una atención especial a esta cuestión, pues la legitimación *ex registri* —o legitimación *ex tabula*<sup>1</sup>—, es uno de los aspectos más singulares del régimen de los valores anotados en cuenta y uno de los más innovadores, por cuanto que supone una ruptura con la legitimación por la posesión —o *ex chartula*— que, a su vez, constituye uno de los puntos clave del régimen de los títulos-valores.

La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo<sup>2</sup>. 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<sup>3</sup>. 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>4</sup>.

1. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 49.

2. Arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992.

3. Desde una perspectiva práctica, MARTÍNEZ MUÑOZ llama la atención sobre la importancia de que los registros de valores cuenten con unos buenos sistemas informáticos, pues un mal funcionamiento técnico de los registros podría ser causa no sólo de errores cuantitativos, sino también de errores cualitativos, como son los que afectan a la legitimación registral (Cfr. «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 20).

4. Cfr. SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3567; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 49. En el art. 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».

Sin embargo, la presunción del artículo 38 LH parece afectar a un ámbito más amplio que el previsto por el artículo 11 LMV. En el caso del Registro de la Propiedad se presume exacta la existencia del derecho, la titularidad, la extensión del derecho y su posesión por el titular. En el caso de los valores anotados, la presunción del artículo 11 LMV, explícitamente, se refiere tan sólo a la titularidad. Pero podríamos decir que, de modo implícito, comprende los mismos aspectos. Es innecesario mencionar la existencia del valor anotado, ya que éste se constituye por su inscripción en el registro<sup>5</sup>; la extensión o contenido del derecho también se desprenden del registro y su descripción se encuentra en la escritura, de la cual la emisora depositó una copia ante la Entidad encargada<sup>6</sup>; por último, la posesión a la que se refiere el artículo 38 LH —que no puede predicarse de los valores anotados, pues no son susceptibles de ella— se ve sustituida por la inscripción registral —del mismo modo que, en la transmisión de valores, dispone el artículo 9 LMV que la inscripción equivale a la tradición de los títulos—<sup>7</sup>.

En sentido negativo, y conforme a la lógica del principio de publicidad, ha de entenderse que cancelado el asiento se presume extinguido el derecho al cual se refería<sup>8</sup>.

La *fuerza* de la legitimación es el registro, la inscripción en el registro, y no la posesión de un título. El *cauce* habitual para la prueba de esa legitimación son los certificados contemplados en los artículos 12 LMV y 18 y ss. RD 116/1992<sup>9</sup>.

Habitualmente, para el ejercicio de los derechos derivados de los valores, la Entidad encargada del registro expedirá certificados de legitimación, que el titular de los derechos podrá exhibir como prueba de su titularidad. Más abajo nos detendremos en el comentario de estos certificados. Ahora querríamos señalar que no siempre será preciso acudir a los certificados para acreditar la legitimación registral. Por ejemplo, en el caso de las acciones anotadas, el ejercicio de los derechos de contenido económico se puede realizar a través de las Entidades encargadas de los registros, por lo que la emisión de certificados será innecesaria<sup>10</sup>. En estos casos se hace evidente la plena virtualidad de la inscripción registral como forma de

En cuanto a la fuerza de la presunción referida, destaca este Autor que, «según el art. 1.3 LH, los asientos del Registro «están bajo la salvaguardia de los Tribunales y producen todos sus efectos mientras no se declare su inexactitud en los términos establecidos en esta Ley»» (*op. cit.*, pg. 50).

5. Art. 8 LMV.

6. Arts. 8.1 *in fine* y 6.2 LMV.

7. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 50.

8. FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1223) mantiene esta opinión y remite, por aplicación analógica, al art. 97 LH.

9. *Vid.* RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 390; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pgs. 2665 y 2666.

10. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 332.

Es el art. 25 RD 116/1992 el que, con carácter general para todo tipo de valores, dispone que «los derechos al cobro de intereses, dividendos y cualesquiera otros de contenido económico se ejercerán a través de las Entidades adheridas o encargadas en cuyos registros estén inscritos los valores o con su asistencia». En su núm. 2.º añade ese artículo que «el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores comunicará al emisor puntualmente (...) el número de valores inscrito en los registros de cada Entidad adherida».

legitimación, pues queda claro que el registro no tan sólo es la fuente de la legitimación, sino que también puede ser el *instrumento* para el ejercicio de los derechos.

La inscripción sustituye a otras formas de legitimación y así, en el caso de las acciones anotadas, el adquirente de una acción está legitimado frente a la sociedad desde el mismo momento de la inscripción<sup>11</sup>, sin que sea necesaria ninguna otra condición, como la inscripción en libros que lleve la sociedad<sup>12</sup>. La sociedad podrá, a efectos de organización interna, llevar estos libros registro de sus accionistas y de las transmisiones de sus acciones, pero ello no podrá tener incidencia alguna sobre la legitimación<sup>13</sup>. Tampoco se precisa la notificación previa a la sociedad para ejercitar los derechos a que da lugar la acción.

El artículo 104 LSA<sup>14</sup> contempla un supuesto excepcional, pues dispone que los estatutos podrán condicionar el derecho de asistencia a la Junta general a la *legitimación anticipada del accionista*. Concretamente, los titulares de acciones anotadas en cuenta habrán de tenerlas inscritas a su nombre en el registro, al menos, con cinco días de antelación al de celebración de la Junta<sup>15</sup>.

### 1.1. Legitimación activa.

En su vertiente activa, la legitimación registral significa que la persona que aparezca en el registro como titular de los valores podrá exigir de la entidad emisora que realice a su favor las prestaciones correspondientes y, en general, podrá ejercitar los derechos a que da lugar la titularidad sobre los valores<sup>16</sup>. El que aparezca como titular registral del valor anotado no tendrá que probar su derecho,

11. «La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción», disponen los arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992.
12. Por el contrario, en el régimen de los títulos-valores, la inscripción en el libro registro de acciones nominativas es condición *sine qua non* para que los titulares de esas acciones gocen de legitimación ante la sociedad para ejercitar los derechos que esas acciones incorporan. El art. 55.2 LSA afirma que «la sociedad sólo reputará accionista a quien se halle inscrito en dicho libro».
13. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 331.  
Con relación al régimen de las acciones, afirma SANTOS MARTÍNEZ que, establecido el sistema de anotaciones en cuenta, resulta improcedente que la sociedad emisora lleve el registro de acciones nominativas, previsto por el art. 55 LSA. Aunque la Disp. Adic. 1.ª.6 LSA hable de la obligación de la Entidad encargada del registro de comunicar a la sociedad emisora la información necesaria para la identificación de los accionistas, no hemos de deducir que exista una correspondiente obligación de la emisora de llevar un libro registro de esa información; si lo hiciese —por considerarlo oportuno por razones de organización interna— no tendría fuerza alguna a efectos de legitimación (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 53 y 54).
14. *Vid.* también art. 126.3 RRM.
15. *Vid.* URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ-PLANAS, «La junta general de accionistas», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo V, Madrid, 1992, pgs. 150 y ss.
16. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 173; SENES MOTILIA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3567; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 51; FERNÁNDEZ, J. L., *Elementos de Derecho Mercantil*, Bilbao, 1994, pg. 129.



pues se encuentra amparado por la presunción registral que establece el artículo 11.1 LMV<sup>17</sup>.

En el caso de las acciones y obligaciones, la legitimación ante la Entidad emisora supone el reconocimiento de la condición de socio accionista –englobando todos los derechos que tal condición supone– o de obligacionista<sup>18</sup>.

La titularidad registral es efectiva no sólo ante la Entidad emisora, sino también frente a los terceros en general. Esa eficacia *erga omnes* reviste con trazos de titularidad real la titularidad sobre los valores anotados<sup>19</sup>.

El titular registral está también legitimado para exigir su derecho en el ámbito judicial por la vía del procedimiento ejecutivo, pues el número 7.º del artículo 1429 LECiv –introducido por la Ley 10/1992, de 30 abril, de Medidas Urgentes de Reforma Procesal– concede fuerza ejecutiva a los certificados de legitimación expedidos por las Entidades encargadas de los registros –si bien habrá de ir acompañado de la copia de la correspondiente escritura<sup>20-21</sup>.

Al referirnos a la legitimación activa, no hemos de pensar sólo en el que ostenta la titularidad plena sobre el valor, sino que también están legitimados activamente aquéllos a cuyo nombre conste inscrito en el registro algún derecho limitado o gravamen sobre los valores. Así, el titular de un gravamen o el usufructuario podrán ejercitar sus derechos sobre valores anotados en virtud de la legitimación que emana del contenido del registro.

## 1.2. Legitimación pasiva.

Se considerará legitimado pasivamente aquel que realice una prestación o facilite el ejercicio de un derecho a quien figure en los asientos del registro como titular legítimo<sup>22</sup>. Explicitan los artículos 11.2 LMV y 15.2 RD 116/1992 que la Entidad emisora se liberará si realiza la prestación en favor del legitimado, aunque éste no sea el titular del valor<sup>23</sup>. La emisora no tendrá que realizar un doble pago

17. Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 104; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 576.

18. En cuanto al conjunto de derechos que integran la condición de socio BROSETA, citando a RUBIO, dice que, dada su importancia, la doctrina, bajo el nombre *derechos corporativos*, los ha concebido como una «tercera categoría al lado de la tradicional distinción entre derechos reales y derechos de crédito» (cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 253).

19. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 51 y 52.

20. Vid. art. 12 LMV, respecto a los certificados, y art. 6 LMV, con relación a la escritura.

21. Cfr. SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3564; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 52 y 70.  
*Vid. infra* VII.2.5.

22. Pues aunque realmente no fuera el titular legítimo cuenta a su favor con la presunción de titularidad del art. 11 LMV a la que nos hemos referido y que, por tanto, releva de responsabilidad y legítima pasivamente al que confió en tal titularidad.

23. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Instituciones...», Tomo II, 18.ª ed., *cit.*, pg. 28; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pgs. 104 y 105; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 52 y 53.

ni se le podrá exigir responsabilidad alguna<sup>24</sup>. Pero, para que la liberación tenga lugar, la entidad deberá haber actuado de buena fe y sin culpa grave<sup>25</sup>. Aunque la Entidad emisora albergue dudas sobre la autenticidad de la titularidad del que aparece formalmente legitimado, no se pide que desarrolle una especial labor de investigación, pues eso excede de sus obligaciones y, además, iría contra la agilidad y celeridad que se persigue con el sistema de anotaciones<sup>26</sup>. Sí se pide, lógicamente, que la emisora obre sin mala fe y que no actúe de modo negligente, realizando la prestación en favor de quien, sin gran esfuerzo, podría evidenciarse que no es titular<sup>27</sup>. Por lo demás, basta con que la Entidad emisora confíe en el contenido del registro. Más allá de estas exigencias, a quien habrá que pedir responsabilidad no será a la Entidad emisora, sino a la Entidad encargada del registro, que permitió la práctica irregular de la inscripción en favor del no titular, salvo culpa exclusiva de los perjudicados.

## 2. CERTIFICADOS DE LEGITIMACION –ARTS. 12 LMV Y 18 Y SS. RD 116/1992–

En el artículo 12 LMV se dispone que la legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores anotados podrá acreditarse mediante la *exhibición de certificados* expedidos por las Entidades encargadas de los registros, de conformidad con sus propios asientos.

Llama la atención la presencia de este elemento de naturaleza documental en un punto tan clave del régimen de los valores anotados como es el ejercicio de los derechos que de ellos se deriven<sup>28</sup>.

24. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 390.

25. Cfr. SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3567; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 173.

26. En el régimen de las acciones de sociedad anónima –y, por extensión, podríamos decir que también en el de las obligaciones– está previsto por la Disp. Adic. 1.ª.6 que las Entidades encargadas de los registros comuniquen a las sociedades emisoras los datos necesarios para la identificación de los titulares de los valores (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 53).

27. Comenta RECALDE CASTELLS (en «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 390, nota 76) que es trasladable a las anotaciones la doctrina establecida sobre esta cuestión en el Derecho cambiario –art. 46.3 LCC–, tanto por lo que se refiere a la exigencia de la *buena fe* para que se produzca el efecto liberatorio del pago –y, a este respecto, remite el Autor a las opiniones de HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Recht der Wertpapiere*, München, 1986, pg. 132; PELLIZZI, *Principi...*, *cit.*, pg. 176; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La naturaleza jurídica de la letra de cambio», en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (dir.), *Derecho cambiario (Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque)*, Madrid, 1992, pg. 142 (*op. cit.*, pg. 386, nota 62)–, como por lo que se refiere a la *diligencia mínima* que es exigible de quien realiza la prestación –ya que no se liberaría si conociendo la falta de titularidad de quien se haya legitimado y teniendo medios de prueba líquidos para demostrarlo hubiese realizado la prestación– (*op. cit.*, pg. 390, nota 76).

28. Pero –observa SANTOS MARTÍNEZ, en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 67– «la necesidad que en el tráfico jurídico –en las relaciones intersubjetivas de naturaleza económica, en general– se siente de servirse de un apoyo documental escrito, distinto o separado del simple registro magnético, se rebela contra un sistema que pretendiera ser pura y simplemente informatizado» –*pura y simplemente «registral»*, podríamos decir, con expresión, en nuestra opinión, más definitoria desde el punto de vista jurídico–.

El recurso a estos instrumentos hace pensar en un freno o punto de anclaje, que impide que el sistema de anotaciones en cuenta pueda desarrollar plenamente sus virtualidades por lo que a agilidad y celeridad en el tráfico de valores se refiere.

Además, en un primer análisis, estos certificados pueden parecer una amenaza al espíritu o a la lógica inspiradora del sistema de anotaciones, por cuanto que podrían entrañar una vía de *titulización* o un riesgo de materialización de los valores<sup>29</sup>. Esta preocupación está en la mente del legislador y se hace evidente en la lectura de algunas de las disposiciones relativas a los certificados<sup>30</sup>, que, en gran medida, son cautelas para alejar cualquier riesgo de cartularización de los valores anotados<sup>31</sup>.

Lo más importante es que la configuración del sistema ha dejado claro que la legitimación es *ex registri*, que la fuente de la legitimación no son los certificados sino el registro y que los certificados no son sino una acreditación de lo inscrito en el registro, de modo que, *caso de divergencia*, se primará lo expresado en el registro frente a lo indicado en el certificado<sup>32</sup>.

Por otra parte, el legislador no exige en todo caso el recurso a esta forma de legitimación, suavizando así el peso de esta carga documental que suponen los certificados. Así se deduce de las expresiones utilizadas en el artículo 12.1 LMV —«podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados»—<sup>33</sup> y en el artículo 18.1 RD 116/1992 —«cuando ello se considere conveniente la legitimación (...) podrá acreditarse»—<sup>34</sup> que dejan abierta la posibilidad de acudir a la legitimación registral directa.

---

Sobre el uso de estos certificados en el sistema italiano de la *Monte Titoli*, *vid.* CIHOMENTI, F., «Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli», en *RDComm*, 1984, I, pgs. 235 y ss.; JAEGER, P. G./DENOZZA, F., *Appunti di Diritto Commerciale*, Tomo I, *cit.*, pg. 271; AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto Commerciale*, *cit.*, pg. 583; PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata...», *cit.*, pgs. 295 y 296; PARTESOTTI, G., «Profili cartolari del sistema Monte Titoli», *cit.*, pgs. 602 y 603.

29. Sin embargo, ALONSO ESPINOSA (en «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pg. 61) parece no ver en ello riesgo alguno y afirma que estos certificados son «la forma jurídica de «materializar» las acciones representadas informáticamente» y los califica como «títulos-valor impropios» (cfr. *op. cit.*, pg. 61, nota 51).
30. Como la sanción de nulidad que afecta a cualquier *acto de disposición* que tenga por objeto los certificados —arts. 12.2, proposición segunda, LMV y 20.2 RD 116/1992— o la caducidad que les es inherente —arts. 12 *in fine* LMV y 21.2 RD 116/1992—. Sobre la intransferibilidad de las *certificazioni di appartenenza al sistema Monte Titoli*, *vid.* LENER, R., *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, *cit.*, pgs. 93 y ss.
31. El balance final, observa SÁNCHEZ CALERO, es que «los inconvenientes de la emisión de estos certificados (...) quizá superen sus ventajas» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 103).
32. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «La desmaterialización de los valores privados...», *cit.*, pg. 3115.
33. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 103 y 104.
34. Observa MEJÍAS GÓMEZ (en «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117) que la exhibición de los certificados es potestativa, lo cual resulta «congruente con la propia razón de ser de la anotación en cuenta y de su carácter esencialmente nominativo».

## 2.1. Naturaleza y caracteres generales de los certificados.

La primera duda que hay que despejar es que estos certificados no tienen naturaleza de *título-valor*<sup>35</sup>, no incorporan el derecho al cual se refieren<sup>36</sup>. Por tanto, no será posible su endoso ni realizar acto alguno de disposición que tenga por objeto los certificados, pretendiendo con ello llevar a término una transmisión de derechos sobre valores anotados. Los artículos 12 LMV y 20.2 RD 116/1992 declaran nulo cualquier acto de disposición sobre los certificados<sup>37</sup>.

Tampoco deben considerarse estos certificados como *documento atributivo de legitimación*, en el sentido de que la legitimación del titular para el ejercicio de su derecho tenga su origen en el propio certificado. Así cabría pensar tras una lectura precipitada de los artículos 12.2 LMV y 20.1 RD 116/1992, en los que se dispone que los certificados «no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación». Pero la expresión de estos artículos no quiere significar que sea el certificado en sí el que genere la legitimación, pues sabemos que la fuente de la legitimación del titular de valores anotados es el propio registro, es la inscripción registral<sup>38</sup>.

35. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 67; FERNÁNDEZ DEL POZO se manifiesta de modo concluyente sobre la naturaleza del certificado, diciendo: «no pretenda verse en éste un título-valor» (cfr. «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1221). PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1013) dice de ellos que son «una especie de "sucedáneo" del título-valor». Observa este mismo Autor «lo difícil que resulta prescindir totalmente del título como documento ante la colisión de los intereses a proteger: por un lado, la masificación de las operaciones y la exigencia de celeridad en su tramitación y liquidación han hecho que el título como tal «desaparezca» y sea sustituido por una simple inscripción contable; por otro, era necesario seguir facilitando al titular un medio fácil de demostrar su legitimación» (cfr. *op. cit.*, pg. 1013). Por su parte ANGULO RODRÍGUEZ, al hablar de estos certificados (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275), aprovecha para decir que son «manifestación de que seguimos necesitando en todo caso de un papel».
36. Cfr. SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3567; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117.
37. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 103; SERRA MALLOL, A. J., «La descorporización de los valores mobiliarios: las acciones no cotizadas en Bolsa y cesiones de acciones», en *RGD*, 1993, núm. 591, pg. 11949; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2666; ALONSO ESPINOSA, F. J., «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pg. 61; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.*, pg. 63; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1013; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 173 y 207; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1222; SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 67 y 72), quien destaca la preocupación del legislador ante «el riesgo de que los certificados —simples medios, como entendemos, para facilitar la prueba de la legitimación— puedan ser utilizados como títulos circulantes, como si fueran soporte de los derechos, con lo que se volvería a los títulos-valores que han querido eludirse mediante el registro informatizado»; SENES MOTILLA (en «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3567), en cuya opinión, «puesto que el certificado no incorpora el contenido de los valores anotados, no puede ser objeto autónomo de circulación en el tráfico jurídico».
38. Vid. arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992. Vid. *supra* VII.1. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 68 y 69. Sobre la fuerza legitimadora de los certificados, vid. MEO, «Decartolarizzazione dei valori mobiliari e liquidazione e compensazione delle operazioni di borsa nella nuova disciplina spagnola», *RdS*, 1992, pg. 1071. Acerca de los *qualifizierende Legitimationspapiere*, vid. ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, *cit.*, pgs. 178 y 179.

La naturaleza del certificado de legitimación es también distinta de la de los llamados *títulos de legitimación*. Estos han sido ya delimitados por la doctrina: hacen referencia a prestaciones que son ofrecidas a masas –un billete de autobús, la entrada de un espectáculo deportivo o artístico– y son susceptibles de transmisión –venta, donación– y, como hemos dicho los certificados creados por la LMV no pueden ser transmitidos<sup>39</sup>.

La naturaleza de los certificados de legitimación no es otra sino la de un medio cualificado de prueba. Son *documentos probatorios*<sup>40</sup>. Acreditan la titularidad de un derecho derivado del valor anotado al cual se refieren<sup>41</sup>. Bien es cierto que el titular del derecho anotado se ve legitimado para el ejercicio de su derecho en virtud de la prueba que estos certificados ejercen. Pero eso no significa que la legitimación encuentre su *origen* en el certificado, sino, tan sólo, que el certificado es *vehículo de la legitimación*<sup>42</sup>. Por tanto, si la legitimación no reside en los certificados, sino que tiene su fuente en el registro, no parece acertado que el RD 116/1992 los haya llamado «certificados de legitimación»<sup>43</sup>. Hubiese resultado más acertado llamarlos «certificados acreditativos» o «certificados probatorios» –por cuanto que acreditan o prueban cuál es la legitimación que consta en el registro–.

Por consiguiente, su función difiere de la ejercida por las certificaciones expedidas por otros Registros –como puede ser el Registro de la Propiedad–<sup>44</sup>; pues los

39. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 69.

*Vid.* ARROYO MARTÍNEZ, I., «Reflexiones en torno a los denominados títulos valores impropios y documentos de legitimación», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, *cit.*, pgs. 149 y ss., esp. 157 y ss..

40. Acerca de los *documentos probatorios* –que se caracterizan por ser un elemento que, sin ser imprescindible para el ejercicio del derecho, facilita al titular esta función–, *vid.* HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, *cit.*, pg. 2. Por su parte, observa GARRIGUES que la función del *documento probatorio* es «acreditar la existencia de un derecho, facilitando su prueba; pero ésta puede realizarse por otros medios distintos» (cfr. *Curso...*, Tomo I, 7.ª ed., *cit.*, pg. 720).

ANGULO RODRÍGUEZ, con criterio acertado, manifiesta acerca de estos certificados que –en cuanto a su naturaleza jurídica– «son documentos *puramente probatorios*» (cfr. «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275).

DÍAZ MORENO, comentando el carácter de documento probatorio de los certificados, afirma que «valen en cuanto se corresponden verazmente con las anotaciones» (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 420).

Cfr. también SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto...», *cit.*, pgs. 2850 y 2851; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 67 y 69; también parece ser de esta opinión GUITARD MARÍN, quien observa que los certificados facilitan al titular del derecho anotado «la justificación extrarregistral de su derecho según registro» (cfr. «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg. 63); ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 641.

41. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275 y «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 7; MADRID PARRA observa, además (en «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 173) que la Entidad encargada del registro contable está obligada a expedir el certificado (*vid.* también *op. cit.*, pg. 206, nota 103).

42. Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1223.

43. Art. 18 RD 116/1992.

44. *Vid.* arts. 223 y ss. LH.

certificados de legitimación de los valores anotados se expiden a solicitud de su titular como medio de acreditación de su derecho, mientras que las certificaciones a las que nos hemos referido, se emiten a petición de cualquier interesado<sup>45</sup> y, lógicamente, no son instrumento de acreditación, ni de legitimación para el ejercicio de derechos, sino un cauce de la publicidad formal de esos Registros<sup>46</sup>. *Mutatis mutandis*, se puede decir que la función de estos certificados es semejante a la que cumplen los certificados de inscripción de acciones nominativas<sup>47</sup>, por cuanto que la persona a cuyo nombre se expiden queda acreditada como titular del derecho. En cierto modo, también cumplen la función de fuente de información de las personas que se relacionan con el titular registral<sup>48</sup>.

El artículo 18.1 RD 116/1992 aclara que la función probatoria de los certificados se extiende no sólo al ejercicio y la transmisión de los derechos básicos registrados, sino también al ejercicio y la transmisión de los derechos reales o gravámenes constituidos sobre esos derechos básicos<sup>49</sup>. De la letra de los artículos 12 LMV y 18.1 RD 116/1992 parece deducirse que los certificados se expedirán siempre y necesariamente para que el solicitante se encuentre legitimado para el ejercicio de un derecho<sup>50</sup>; sin embargo, también habría de admitirse la expedición de certificados en aquellas ocasiones en que el titular lo que pretende no es el ejercicio de su derecho, sino tan sólo acreditar su titularidad frente a terceros<sup>51</sup>.

En el ámbito de la Deuda Pública anotada, las Entidades Gestoras sustituirán los certificados por la periódica remisión a cada titular de un «extracto de movimientos

45. A este respecto dispone el art. 227 LH que «los Registradores no expedirán certificaciones sino a instancia, por escrito, del que, a su juicio, tenga interés conocido en averiguar el estado del inmueble o derecho real de que se trate, o en virtud de mandamiento judicial».

46. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 383; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 60.

47. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117.

48. Por ejemplo, el que va a adquirir por compraventa los valores, a la vista del certificado se informa de la titularidad de su transmitente (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 61).

Comenta MADRID PARRA (en «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 207 y 208) que el certificado «ofrece a los terceros un información actualizada y, por tanto, segura de lo que consta en el registro». Y, así, concluye este Autor que «el posible adquirente tiene una seguridad proporcionado por el certificado que hace innecesaria la obtención de información del registro por sí mismo». Coincidimos con este Autor en que el certificado cubre la *necesidad* de información que pueda tener el tercero que se relaciona con el titular de derechos sobre valores anotados, pero no coincidiríamos si con ello intenta expresar la *suficiencia* del certificado de legitimación como medio para asegurar la publicidad del registro frente a terceros, ya que la actual concepción de los certificados pone al tercero en un incómoda situación de dependencia ante el titular del derecho anotado (a este respecto *vid. infra* VI.2.2).

49. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 70.

50. Como puede ser la transmisión de la titularidad plena o limitada del valor; o el ejercicio del derecho de voto o la asistencia a Junta, en el caso de las acciones anotadas.

51. Por ejemplo, cuando el titular necesita constatar ante la Administración o la Hacienda Pública la existencia de su derecho (cfr. SERRA MALLOL, A. J., «La descorporización de los valores mobiliarios...», *cit.*, pg. 11948).

Si bien, mejor solución sería, como hemos observado más arriba, mejorar la publicidad formal de los registros de valores anotados para que los terceros puedan acceder a su contenido; de modo que al titular de los valores o de derechos sobre éstos le baste con invocar su titularidad, quedando a expensas del tercero la labor de verificación, si lo precisa.

para información al cliente»<sup>52</sup>. Pero esta solución puede ser también adoptada fuera del ámbito de la Deuda Pública. Para ello el titular puede encargar a una entidad de crédito el depósito de sus valores mobiliarios<sup>53</sup>. En estos casos –a pesar de que la entidad de crédito pueda contar con un poder del titular de los valores anotados para solicitar la expedición de certificados– será más cómodo para la entidad de crédito depositaria conectarse directamente con la encargada del registro y llevar su propia contabilidad de la titularidad por parte de su cliente respecto a los valores anotados. Así la entidad de crédito podrá ir enviando a su cliente informaciones periódicas de los movimientos que se producen en su cuenta de valores<sup>54</sup>. Conforme al modo habitual de proceder en el ámbito bancario, si el cliente observara alguna irregularidad en las informaciones que se le remitan, reclamará a la entidad de crédito –quien, a su vez, reclamaría a la encargada del registro, si el error fuese imputable a ésta–<sup>55</sup>.

## 2.2. Expedición de los certificados.

«Los certificados sólo serán expedidos a solicitud del titular de los valores o derechos»<sup>56</sup>. Con esta observación el artículo 19 RD 116/1992 nos da a entender no sólo que es el *titular de los derechos* quien está facultado para iniciar el trámite de expedición del certificado, sino también que el certificado *no es* un medio de publicidad al que pueda acceder cualquier interesado en conocer el contenido del registro. A su vez, en la medida en que la titularidad de todos los derechos derivados de un valor puede no recaer sobre un sola persona, los certificados podrán ser solicitados por personas distintas<sup>57</sup>.

Los terceros no pueden solicitar certificados. Sin embargo, existen algunas excepciones: como puede ser el caso de los herederos del titular de un derecho

- 
52. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 276.
53. Afirma SÁNCHEZ CALERO que esto será lo más frecuente, «salvo en el supuesto, que puede estimarse como excepcional, de que el propio titular pida la expedición del certificado a la entidad encargada del registro contable para conservarlo él directamente» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 104).  
Sobre la posibilidad de depósito de este tipo de valores, remite este autor a ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 111.
54. Cfr. SÁNCHEZ CALERO (en «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 104), quien observa que éste es el modo de proceder que «se está generalizando en la práctica bancaria en la actualidad».
55. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 104.
56. Cfr. art. 19.1, proposición primera, RD 116/1992 –en el art. 12 LMV no se recoge de forma explícita esta afirmación–.  
Cfr. SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3568; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 629; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117.
57. MEJÍAS GÓMEZ, a título de ejemplo, se refiere al caso del usufructo de valores, en el cual podrá expedirse un certificado para el usufructuario y otro para el nudo propietario (cfr. «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117).  
FERNÁNDEZ DEL POZO (en «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1222) refiriéndose a la posibilidad de que se expida un certificado para el usufructuario de valores anotados, comenta que si éste transmite su derecho, antes deberá restituir el certificado de anotación de usufructo, para que pueda inscribirse el derecho a favor del nuevo usufructuario –y remite, en relación con esta cuestión, al art. 480 CC–.

inscrito en el registro contable; el que contara con poder suficiente para tal solicitud; en el supuesto de un mandato judicial<sup>58</sup>.

La obtención del certificado es *un derecho* de quien sea titular de derechos sobre los valores<sup>59</sup>. Frente al derecho a la obtención del certificado se encuentra la *obligación* de su expedición. La expedición corresponde a la Entidad encargada o adherida que lleve el registro contable de los valores y deberá efectuarla de conformidad con los asientos del registro<sup>60</sup>, como un reflejo fiel de éstos. Si los valores son propiedad de las Entidades adheridas la expedición de los certificados corresponderá al SCLV<sup>61</sup>.

Si hubiese divergencias entre el certificado y la anotación en cuenta, lógicamente éstas se resolverán en favor de lo que aparezca inscrito en el registro contable<sup>62</sup>, sin perjuicio de la responsabilidad que pueda exigirse a la Entidad encargada<sup>63</sup>.

En consonancia con la celeridad siempre pretendida en el Derecho mercantil y que, si cabe, es buscada con más interés en el ámbito de los Mercados de Valores, se establece un límite cronológico para la expedición de los certificados y así prescribe el artículo 19.2 RD 116/1992 que «los certificados deberán ser expedidos

58. Cfr. SERRA MALLOL, A. J., «La descorporización de los valores mobiliarios...», *cit.*, pg. 11948.

59. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 68.

Comentando el art. 8.2 LMV, MEJÍAS GÓMEZ (en «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117) afirma que la expedición del certificado «es libre de gastos para el suscriptor (...). Sin embargo, no parece tan claro este derecho a la expedición gratuita tratándose de adquisiciones derivativas». En nuestra opinión, el art. 8.2 LMV no da lugar a concluir la gratuidad de los certificados solicitados por el suscriptor de los valores, pues este artículo en ningún momento habla de los certificados, sino de la inscripción constitutiva de los valores. Así es como pensamos que debe interpretarse el tenor literal del art. 8.2 LMV —«Los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones»—. Reforzando la interpretación que proponemos, entendemos que no es difícil establecer un paralelismo entre este artículo y el art. 52.2 LSA, en el que se preceptúa que cuando las acciones se representen por medio de títulos, «el accionista tendrá derecho a recibir los que le correspondan, libres de gastos».

Con relación a ese *derecho* a la obtención del certificado, conviene tener presente las observaciones de SÁNCHEZ CALERO, quien, considerando las desventajas que lleva aparejadas la emisión de los certificados y el carácter aparentemente prescindible que éstos tienen, afirma que «en la práctica —salvo en los casos en los que lo solicite el titular— el certificado no se emitirá y se sustituirá por una simple nota o recibo informativo» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 103).

60. Arts. 12.1 LMV y 19.1 RD 116/1992.

Cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pg. 61; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2666; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1013; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117; SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3568.

61. Art. 19.1 *in fine* RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117.

62. Art. 7 *in fine* LMV.

MEJÍAS GÓMEZ (en «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 118) recuerda que, si de la divergencia entre el certificado y la inscripción registral se dedujera algún perjuicio, la Entidad encargada del registro habrá de responder por la responsabilidad en que hubiese incurrido.

63. Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1222.



antes de que concluya el día hábil siguiente a aquél en que haya tenido lugar la presentación de la solicitud»<sup>64</sup>.

La expedición del certificado está también sometida a un límite objetivo-funcional<sup>65</sup>, referido en los artículos 12.3 LMV y 19.3 RD 116/1992, conforme a los cuales «no podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado»<sup>66</sup>. El certificado ha de ser único<sup>67</sup>. Es decir, no podrán coexistir de modo *simultáneo* varios certificados respecto del mismo valor y para el ejercicio del mismo derecho. Sin embargo, de modo *sucesivo*, es decir, evitando la coexistencia, no habrá inconveniente para la expedición de certificados respecto de los mismos valores y derechos. El certificado adquiere así un valor individualizado, evitando una multiplicación artificial que sirviese de base al titular-solicitante de los certificados para ejercitar varias veces su derecho en fraude de terceros. Podemos pensar, como ejemplo más claro, en la doble o múltiple venta de valores<sup>68</sup>.

De los dos últimos artículos citados también podemos deducir, al interpretar-los *a sensu contrario*, que la Entidad encargada podrá expedir varios certificados referentes a un mismo valor, cuando los certificados hayan sido solicitados para el ejercicio de derechos distintos sobre los valores<sup>69</sup>.

El artículo 18.1 RD 116/1992 dispone cuáles serán los datos que hayan de constar en el certificado<sup>70</sup>: *identidad del titular o titulares* de los valores<sup>71</sup> y, en su caso, de los derechos limitados o gravámenes<sup>72</sup>; identificación del *emisor* y de la *emisión*; *clase* de los valores; *valor nominal* de los mismos; *número de valores* que comprenda

- 
64. Cfr. SERRA MALLOL, A. J., «La descorporización de los valores mobiliarios...», *cit.*, pg. 11948 y 11949; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 68; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117; SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3568.
65. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 68.
66. Cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pg. 61; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2666, nota 11; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275.
67. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 103; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1222.
68. Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», *cit.*, pg. 344; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1222 y *El nuevo registro mercantil: sujeto y función mercantil registral*, Madrid, 1990, pg. 265; SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3568; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 68.
69. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 420) comenta que este supuesto –la expedición de varios certificados relativos a un mismo valor, pero para el ejercicio de derechos diferentes– «será lo normal». Cfr. también SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 68.
70. Cfr. SERRA MALLOL, A. J., «La descorporización de los valores mobiliarios...», *cit.*, pg. 11948; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117 y 118.
71. Ya que es posible la cotitularidad de los valores –*vid.* art. 14 RD 116/1992– (cfr. SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3567).
72. Ilustrando este punto, por lo que a la existencia de gravámenes se refiere, MEJÍAS GÓMEZ comenta que podrá dejarse constancia en el certificado de «las prohibiciones de disponer» (cfr. «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117).

el certificado, pues, como veremos, los certificados pueden referirse a todos o a parte de los valores integrados en cada saldo; *referencia o referencias de registro o numéricas* correspondientes a los valores respecto de los que se expide el certificado<sup>73</sup>; *fecha de expedición* del certificado<sup>74</sup>; *finalidad* para la que haya sido expedido el certificado<sup>75</sup>; *plazo de vigencia* del certificado, que será el que se estime oportuno –dentro de los límites reglamentariamente establecidos<sup>76</sup>– para que el titular pueda cumplir el fin para el cual solicitó el certificado. El certificado deberá estar *firmado* por persona con poder bastante de la Entidad encargada del registro contable –art. 19 RD 116/1992–.

Continúa el artículo 18 RD 116/1992, en su párrafo segundo, observando que los certificados podrán expedirse haciendo referencia a todos o a parte de los valores integrados en cada saldo, en función de que el titular de los valores o derechos en su solicitud de expedición del certificado haya pedido una u otra cosa. Cuando se refieran sólo a parte –añade el artículo 18.2 RD 116/1992–, «en el momento de su expedición se procederá a efectuar el correspondiente desglose en la cuenta del titular que se mantendrá hasta la restitución del certificado o hasta que éste haya caducado»<sup>77</sup>.

### 2.3. Inmovilización registral de los valores; la restitución de los certificados y su caducidad.

Una vez que se hayan expedido los certificados –señala el artículo 21.1 RD 116/1992–, los valores quedarán inmovilizados registralmente<sup>78</sup>. Para hacer efectiva la inmovilización, la Entidad encargada del registro procederá al desglose de los valores<sup>79</sup>. El artículo 17.3 RD 116/1992, al ocuparse de la fungibilidad de los valores

73. En relación con esta cuestión conviene observar que la expedición del certificado conlleva la *individualización* transitoria de los valores a los que se refiere, rompiéndose así, durante el plazo para el cual se ha expedido el certificado, la regla general de la *fungibilidad* de los valores anotados. La forma de la individualización será el desglose de los valores en la cuenta del titular –art. 17.3 RD 116/1992–. Esta situación bien puede equipararse al *cierre registral* –art. 17 LH–, no pudiendo darse curso a las transmisiones y gravámenes concertados por el titular mientras que el certificado no se restituya o no sea privado de valor –21.5 RD 116/1992– (*vid.* SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3568).
74. Elemento éste de especial importancia, comenta SENES MOTILLA (en «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3568), pues, por cuanto se refiere al plazo de caducidad que afecta a todo certificado, tal fecha será tenida como el *dies a quo*.
75. Como sabemos, es de aplicación en este punto la prescripción de los arts. 12.3 LMV y 19.3 RD 116/1992 –conforme a la cual «no podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos (o «para la misma finalidad», podemos leer nosotros), más de un certificado»–.
76. El plazo máximo de vigencia de un certificado de legitimación es de seis meses –cfr. art. 21.5 RD 116/1992–.
77. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 70; SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3568.
78. Cfr. SERRA MALLOL, A. J., «La descorporización de los valores mobiliarios...», *cit.*, pg. 11949; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 118. *Vid.* también art. 12.4 LMV.
79. Así lo observa, respecto de los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficia-

anotados, hace referencia a «las necesidades de especificación o desglose de valores inscritos derivadas de situaciones especiales, como (...) la expedición de certificados». El desglose, dice este artículo, no perjudicará la fungibilidad de los valores<sup>80</sup>, puesto que, tanto antes como después del desglose de los valores, estos mantendrán su carácter fungible. Pero lo cierto es que el desglose –aunque sea transitoriamente– supone una *individualización* de los valores<sup>81</sup>, que rompe con el principio de que las cosas fungibles son identificables no por su individualidad, sino por el género al que pertenecen y la cantidad que incumba<sup>82</sup>.

La inmovilización supone que la Entidad encargada no podrá dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones mientras que los certificados no hayan sido restituidos a la Entidad que los expidió –salvo cuando se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones forzosas judiciales o administrativas–<sup>83</sup>. Del mismo modo, los miembros de los mercados de valores –Bolsas u otros mercados organizados– tampoco podrán ejecutar las órdenes que reciban si les consta que se refieren a valores respecto de los que estén expedidos certificados –excepto cuando ellos mismos recojan los certificados con ocasión de tales órdenes para hacerlos llegar a la Entidad encargada en cuyos registros figuran inscritos los valores<sup>84</sup>, y también cuando se deba proceder a una ejecución forzosa judicial o administrativa–<sup>85</sup>. Es ésta una medida de seguridad, con la que se pretende evitar que el disponente se sirviera del certificado de legitimación, mientras que éste no perdiera validez, para realizar actos fraudulentos<sup>86</sup> –por ejemplo, una

---

les, el art. 31.3 RD 116/1992 y, con relación a los no admitidos en mercados secundarios oficiales, el art. 47.1 RD 116/1992.

80. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 41.

81. Ya que, dentro del conjunto homogéneo integrado por la emisión de valores inscritos en el registro, se singularizará un número de valores –el que corresponda al número de certificados expedidos–.

82. Vid. D'ORS, J. A., *Derecho privado romano*, *cit.*, pg. 177.

83. Arts. 12.4 LMV y 21.1 RD 116/1992.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 103; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2666, nota 11; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 71; GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», *cit.* pg. 63; ALONSO ESPINOSA, F. J., «Problemas en materia de documentación...», *cit.*, pg. 61; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1222.

PÉREZ ESCOLAR critica la solución adoptada por la Ley en este punto y opina que la exigencia de la devolución del certificado supone, de alguna forma, convertirlo en un «título de rescate» (cfr. «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1013).

84. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ (en «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 118), a quien hemos seguido para obviar lo que no puede ser sino una errata del art. 21.3 RD 116/1992, en el que se lee: «se exceptúan los casos en que ellos mismos las recojan con ocasión de tales órdenes para hacerlos llegar a la Entidad adherida o encargada».

85. Art. 21.3 RD 116/1992.

Cfr. ÁNGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275.

86. Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1013.

Pero este Autor, crítico ante la configuración dada por la LMV a los certificados, opina que «si las nuevas características del mercado de valores han aconsejado adoptar el sistema de anotaciones, ello debe hacerse con todas sus consecuencias, sin convertir a un puro «justificante» en un cuasi título-valor; y, si hay que conjurar posibles fraudes, ello debe hacerse me-

doble o múltiple venta<sup>87</sup>-. Por eso se le impone la obligación de restituir el certificado a la Entidad emisora. De este modo, el acto de restitución del certificado, en ocasiones, se integra entre los elementos o actos necesarios para que la transmisión -plena o limitada- de los valores se lleve a término, pues sin la restitución la Entidad encargada no puede proceder la inscripción y mientras que ésta no tenga lugar no se habrá perfeccionado la transmisión.

La caducidad de los certificados está íntimamente relacionada con la inmovilización registral de los valores. En efecto, la Entidad encargada del registro dará por terminada la inmovilización de los valores no sólo cuando se le restituyan los certificados que hubiesen sido expedidos, sino también cuando, sin necesidad de restitución, los certificados pierdan su valor por el mero transcurso del plazo de validez para el cual fueron emitidos<sup>88</sup>. Así, el artículo 21.4 RD 116/1992, prescribe que «la obligación de restitución decae cuando el certificado haya quedado privado de valor»<sup>89</sup>.

No es difícil ver en la caducidad de los certificados una más de las cautelas con que el legislador ha afrontado la configuración de este elemento documental que se inserta en el régimen de los valores anotados en cuenta. A toda costa el legislador ha procurado evitar cualquier posibilidad de interpretar o de servirse de los certificados como una forma de materialización de los valores anotados. No le basta al legislador con declarar que los certificados tienen sólo un valor acreditativo o legitimador<sup>90</sup>, sin que quepa pensar en modo alguno en la incorporación de los valores a los certificados; ni con prescribir la nulidad de cualquier acto de disposición que tenga por objeto los certificados<sup>91</sup>; ni con exigir la restitución de los certificados para poder dar curso a las transmisiones o gravámenes sobre los valores<sup>92</sup>. Y, así, en el artículo 21.5 RD 116/1992 -con el que se cierra la sección que el Real Decreto dedica a los certificados de legitimación- se establece la caducidad de los certificados<sup>93</sup>.

---

dianete la protección de la buena fe y el rigor de las sanciones correspondientes y no alterando las características generales del sistema en consideración a supuestos excepcionales».

87. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 71 y DÍAZ MORENO, quien (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 395 y 396) plantea el mismo problema relacionándolo también con la transmisión de derechos reales limitados.

88. *Vid.* MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 208.

89. *Vid.* también art. 12 *in fine* LMV.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 275; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 208; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 118; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 72.

90. Art. 20.1 RD 116/1992.

91. Art. 20.2 RD 116/1992.

92. Art. 21, párrs. 1 y 3, RD 116/1992.

93. Esta caducidad, además, es un elemento de seguridad para el tráfico y evita que la duración ilimitada de los certificado pudiera llegar a hacer inoperante el sistema de anotaciones en cuenta (cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 208). *Vid.* también RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 391.

Cada certificado expresará cuál es su propio plazo de vigencia<sup>94</sup>. La Entidad encargada del registro, al efectuar el desglose de los valores respecto de los que se haya expedido certificado, dejará constancia del referido plazo de vigencia. Ese plazo no podrá exceder de seis meses. Los certificados en los que no se haya establecido plazo caducarán a los tres meses de su fecha de expedición<sup>95</sup>.

#### 2.4. Extravío, destrucción y sustracción de los certificados.

Caso de extravío, destrucción o sustracción del certificado la solución que se presenta más fácil es comunicar el hecho a la Entidad encargada que lo emitió, para que lo declare privado de valor<sup>96</sup>. La situación de inmovilización de los valores quedará así resuelta, pues, desde que el certificado quedó sin valor, decae la obligación de restituirlo a la Entidad encargada<sup>97</sup>. Cabe entender que con ello las cosas habrán vuelto a su estado original y, si el titular de los derechos o valores mantiene su pretensión, podrá solicitar la expedición de un nuevo certificado para el ejercicio de su derecho.

#### 2.5. Ejecutividad procesal de los certificados de legitimación.

Esta cuestión se relaciona íntimamente con la legitimación del titular registral, que hemos tenido ocasión de analizar más arriba<sup>98</sup>. Tal legitimación, lógicamente, no sólo ha de desplegar sus efectos en el ámbito extrajudicial, sino también en el judicial<sup>99</sup>. Concretamente, el titular registral está facultado para exigir su derecho por la vía del procedimiento ejecutivo. Esta posibilidad ha sido abierta en virtud de la reforma de la Ley de Enjuiciamiento Civil que ha llevado a término la Ley 10/1992, de 30 abril, de Medidas Urgentes de Reforma Procesal, con la que se ha introducido un nuevo número en la enumeración de títulos ejecutivos que realiza el artículo 1429 LECiv<sup>100</sup>.

94. Art. 18.1 RD 116/1992, en el que también se establece que en los certificados se dejará constancia de «la finalidad para la que hayan sido expedidos». SANTOS MARTÍNEZ aprovecha para decir, a este respecto, que debe entenderse que los valores no sólo perderán su valor por el paso del tiempo, sino también una vez que resulte cumplida su finalidad «o si ésta resulta de imposible satisfacción» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 72).

95. Art. 21.5 RD 116/1992.  
Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 208; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 72; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 117; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 276.

96. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 103; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 118.

97. Art. 21.4 RD 116/1992.

98. *Vid. supra* VII.1.

99. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 52 y 70.

100. Cfr. CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., «En torno a la creación por la Ley 10/1992 de un nuevo título ejecutivo (art. 1429 LECiv) referido a los valores anotados en cuenta», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, *cit.*, pg. 579; REGALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretensión nominatividad...», *cit.*, pgs. 391 y 392, nota 81.  
El enunciado del referido número del art. 1429 LECiv es el siguiente:

Como en tantas otras de las cuestiones que hasta el momento hemos visto, relativas al régimen de los valores anotados, la solución que ha debido arbitrarse para el tratamiento procesal-ejecutivo de las anotaciones en cuenta se ha tenido que enfrentar con la complejidad que reviste esta figura<sup>101</sup>. Así, para que el titular del derecho anotado pueda acceder a la vía ejecutiva<sup>102</sup> deberá contar con el apoyo documental *conjunto* del *certificado de legitimación* y de la *escritura pública* —de representación de los valores o la de emisión<sup>103-104</sup>.

El Juez executor debe realizar un control de los requisitos extrínsecos del título<sup>105</sup> y, a este respecto, en el caso que nos ocupa podrían surgir algunas dudas:

- La *determinación de la cantidad* por la que debe despacharse ejecución<sup>106</sup>, en ocasiones puede resultar difícil, pues es posible que se emitan valores cuyo principal o intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice de precios<sup>107</sup>; o que se establezcan tipos de interés compuesto que requieran unos conocimientos financieros especializados no exigibles al Juez<sup>108</sup>.
- La *disparidad entre la copia de la escritura pública de representación de los valores —o de emisión, en su caso— y el certificado de legitimación*. La disparidad que se debiese a un mero error material es la que menos interés ofrece, sino más bien la que surgiera en relación con el valor nominal o el interés de los valores<sup>109</sup>. De un

«7.º Los certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables respecto de los valores representados mediante anotaciones en cuenta a los que se refiere la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores, siempre que se acompañe copia de la escritura pública de representación de los valores o, en su caso, de la emisión».

Observa SENES MOTILLA que «la razón última de la reforma procesal es la acomodación del proceso de ejecución, y más concretamente, de los títulos ejecutivos extrajudiciales, al sistema de representación de los valores introducido por la LMV y desarrollado por el *Real Decreto 116/1992, de 14 febrero*» (cfr. «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3562).

Cfr. también ORTIZ NAVACERRADA, «El nuevo título ejecutivo del número 7.º del art. 1429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil», en *AC*, 1992, núm. 39, pg. 647.

101. SENES MOTILLA (en «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3562) habla, además, de la complejidad de mercados de valores y, entre otros aspectos, se refiere a la emisión de los valores, su negociación, su transmisibilidad y su régimen de registro
102. Lo cual no es sino velar por la seguridad jurídica que debe acompañar a los valores anotados, del mismo modo que sucede con los títulos-valores.
103. *Vid.* arts. 6 LMV y 6 al 9 RD 116/1992.
104. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 18.ª ed., *cit.*, pg. 29; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 52.
105. Art. 1440.3 LECiv.
106. Que habrán de ser, al menos, 50.000 pesetas, en deuda líquida o liquidable, vencida y exigible —art. 1435 LECiv—.
107. Tal es el caso contemplado en el art. 25.2, a) LMV, que se refiere a «emisiones de valores cuyo principal o cuyos intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice de precios o del precio de algún bien o servicio».
108. Cfr. SENES MOTILLA, quien —ante la falta de previsión legal alguna para que la liquidación tenga lugar en forma contradictoria— propone, como solución para estos casos, que determine la cantidad el *ejecutante* de forma *unilateral* y sumaria, «esto es, a los solos efectos del despacho de la ejecución, y sin perjuicio de la excepción y prueba de la *pluspetición* que el ejecutado podrá esgrimir en momento procesal oportuno» —art. 1466 LECiv— (cfr. «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3569).
109. Que tuviese su origen en una variación debida a las causas que acabamos de comentar en el párrafo anterior.

primer análisis cabría deducir que esa disparidad supone la denegación del despacho de la ejecución —pues la exigencia de la escritura pública tiene como finalidad acreditar el origen legítimo de los certificados—. Pero parece claro que los Tribunales han de buscar una solución para obviar que divergencias de este tipo traigan estas consecuencias y pueda resolverse su subsanación<sup>110</sup>.

- La *caducidad del certificado*, como sabemos, equivale a la pérdida de su eficacia jurídica —tanto en sus aspectos sustantivos, como en los procesales—; de modo que ante la falta de fuerza ejecutiva del título, el Juez executor deberá denegar el despacho de ejecución<sup>111</sup>.

Por lo que se refiere al *incidente de oposición a la ejecución*, en el caso de los valores anotados son de plena aplicabilidad las excepciones y los motivos de nulidad establecidos en los artículos 1464, 1466 y 1467 LECiv<sup>112</sup>.

En relación con la oposición material del ejecutado, es de especial interés lo que se establece en el artículo 9.4 LMV, en el cual se recoge una importante limitación a las *excepciones oponibles al tercer adquirente de buena fe y a título oneroso*. Recordemos<sup>113</sup> que el emisor sólo podrá oponer las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura de representación de los valores y las que hubiese podido esgrimir si los valores hubiesen estado representados mediante títulos<sup>114</sup>.

110. Cfr. SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3569.

111. RECALDE CASTELLS se manifiesta sobre esta cuestión (en «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 392, nota 81) y llama la atención sobre la difícil adecuación de los certificados con este procedimiento judicial, dado el breve período de caducidad de aquéllos. Cfr. también SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3569.

112. Pueden destacarse —en opinión de SENES MOTILLA (cfr. «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3570)— como *especialmente operativos* en relación con los valores anotados los siguientes:

«— La falsedad del título ejecutivo, susceptible de englobar tanto la certificación falsa como la falsificada. Más discutible es si esta excepción permite albergar la manipulación de los asientos contables que sirvan de base al libramiento de posteriores certificados, aunque nos inclinamos a pensar que dicha impugnación debería articularse paralelamente a la reivindicación de los valores anotados a través del declarativo ordinario correspondiente.

— La nulidad del título ejecutivo por haber mediado en su expedición error, dolo, violencia o intimidación.

— La falta de fuerza ejecutiva del título, ya sea por ausencia de las formalidades exigidas por la legislación sustantiva o procesal, ya por haber sobrevenido la caducidad del certificado».

La misma autora se refiere también a las excepciones y motivos de nulidad que puede oponer la Entidad emisora de los valores (cfr. *op. cit.*, pg. 3570).

113. Pues sobre esta cuestión ya hemos tenido ocasión de detenernos más arriba —*vid. supra* VIII.3.3.—.

114. A este respecto, manifiesta su opinión SENES MOTILLA, considerando que estas excepciones serán de aplicación en los casos en que se haya practicado *erróneamente* la inscripción registral de los valores, así como cuando se haya producido una *manipulación a posteriori* de los asientos registrales —y denuncia en ambos casos la posible responsabilidad de las Entidades encargadas de los registros contables (art. 7.6 LMV)— (cfr. «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», *cit.*, pg. 3570).

## Transmisión de los valores anotados en cuenta

**SUMARIO.**—1. ESTRUCTURA DEL ACTO TRANSMISIVO: *IUSTA CAUSA* Y *TRADITIO*.—1.1. El negocio causal o *iusta causa* en la transmisión de valores anotados en cuenta.—1.1.1. Eficacia del negocio inter partes en la transmisión de valores anotados en cuenta.—1.1.2. Forma del negocio transmisivo de valores anotados en cuenta.—1.2. La inscripción de la transmisión en el registro contable.—1.2.1. La inscripción como *ficta traditio*, su fundamento y significado.—1.2.2. Necesidad de la inscripción en la transmisión de valores anotados en cuenta—incidencia del título de la transmisión en el carácter constitutivo de la inscripción.—1.2.2.1. Transmisión *inter vivos* a título oneroso.—1.2.2.2. Transmisión *mortis causa*.—1.2.2.3. Transmisión *inter vivos* a título gratuito.—1.2.3. Aplicación de los principios de prioridad y de tracto sucesivo a la inscripción registral de la transmisión.—2. Oponibilidad de LA TRANSMISION TRAS SU INSCRIPCION EN EL REGISTRO DE VALORES ANOTADOS.—2.1. Oponibilidad frente a la entidad emisora de los valores.—2.2. Oponibilidad frente a los acreedores personales del transmitente.—2.3. Oponibilidad en el caso de transmisión anterior no inscrita.—3. IRREIVINDICABILIDAD DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.—3.1. Requisitos.—3.1.1. Onerosidad del título de la transmisión.—3.1.2. Apariencia de titularidad y ausencia de mala fe y de culpa grave.—3.2. Protección del legítimo titular.—3.3. Excepciones oponibles frente al adquirente de buena fe.—4. REGIMENES ESPECIFICOS DE TRANSMISION, EN FUNCION DE QUE LOS VALORES SE ENCUENTREN O NO ADMITIDOS A NEGOCIACION EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.—4.1. Transmisión de valores anotados en cuenta no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.—4.2. Transmisión de valores anotados en cuenta admitidos a negociación en mercados secundarios.—4.2.1. Transmisión de valores cotizados en Bolsa.—4.2.2. Transmisión de la Deuda Pública anotada en cuenta.—4.2.2.1. Régimen específico.—4.2.2.2. Negociación de estos valores en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y en las Bolsas de Valores.—4.2.2.3. Tipos de compraventa de Deuda Pública anotada. La compraventa con pacto de recompra.—5. LA EXIGENCIA DE INTERVENCION DE TERCERO EN LA TRANSMISION DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.—5.1. Antecedentes normativos.—5.2. Régimen establecido por la LMV (Disp. Adic. 3.<sup>a</sup> 1 LMV).—5.3. Inobservancia de la exigencia de intervención de fedatario público o Sociedad o Agencia de Valores.—5.3.1. Estado de la cuestión durante el régimen establecido por el Decreto 19 septiembre 1936. Soluciones jurisprudenciales.—5.3.2. Orientación seguida por la Disp. Adic. 3.<sup>a</sup> 1 LMV.—6. DOS SUPUESTOS PARTICULARES.—6.1. Transmisión de valores anotados en cuenta que tengan naturaleza de bienes gananciales.—6.2. Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones anotadas en cuenta.



## 1. ESTRUCTURA DEL ACTO TRANSMISIVO: *IUSTA CAUSA* Y *TRADITIO*

La transmisión de valores anotados ha sido configurada por el artículo 9 LMV<sup>1</sup> manteniendo en su esencia el esquema de la teoría del título y el modo del artículo 609 CC<sup>2</sup>. Por tanto, el proceso transmisivo deberá estar integrado por un negocio causal y por la tradición<sup>3</sup> de los valores.

Este segundo elemento, la tradición, *parece* de difícil armonización con la naturaleza inmaterial de los valores anotados<sup>4</sup>. La *traditio* constituye, sin duda, el punto más conflictivo del régimen de la transmisión en el sistema de anotaciones en cuenta.

### 1.1. El negocio causal o *iusta causa* en la transmisión de valores anotados en cuenta.

#### 1.1.1. EFICACIA DEL NEGOCIO *INTER PARTES* EN LA TRANSMISION DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

El acuerdo *inter partes* por el cual se transmiten valores anotados tiene su propia eficacia<sup>5</sup>. Más abajo veremos en qué medida, dependiendo de los casos, es necesario que vaya unido a la inscripción registral para que pueda decirse que ha

1. Vid. también art. 12 RD 116/1992.

2. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 105 e *Instituciones...*, Tomo II, 17.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 26; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 100; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 203; BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», en *HM*, 1993, núm. 14, pg. 3; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 327.

ANGULO RODRÍGUEZ (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 298), refiriéndose al contenido del art. 9 LMV, dice que «implica seguir respetando el mecanismo clásico de adquisición de la propiedad del artículo 609 del CC».

Vid. también, sobre esta cuestión, GONZÁLEZ, J., «La teoría del título y el modo», en *Estudios de Derecho hipotecario y Derecho civil*, I, Madrid, 1948, pgs. 297 y ss.; MIQUEL GONZÁLEZ, J. M.<sup>a</sup>, «Comentario al artículo 609», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo I, *cit.*, pgs. 1543 y ss.

Sobre la permanencia en el Derecho español de la distinción entre *título y modo* y la pérdida de esta diferenciación en los pensamientos jurídicos francés y alemán, vid. D'ORS, J. A., *Derecho privado romano*, *cit.*, pg. 224.

Vid. IGLESIAS, J., *Derecho romano...*, *cit.*, pgs. 297 y ss.; ARIAS RAMOS, J./ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, *cit.*, pgs. 259 y ss.; MIQUEL, J., *Curso de Derecho romano*, *cit.*, pg. 235 y ss.

3. Acerca de este particular, vid. DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., «La tradición y los acuerdos traslativos en el Derecho español», en *ADC*, 1966, núm. 19, pgs. 555 y ss.; ENNECCERUS, L./KIPP, T./WOLFF, M., *Tratado de Derecho civil*, Tomo III, vol. 1.<sup>o</sup>, *cit.*, pg. 427.

Inversamente, sobre la idea de que el principio de tradición se encuentra ya superado, vid. SUSS, T., *Das Traditionsprinzip—Ein Atavismus des Sachenrecht—*, en *Festschrift für Martin Wolff*, Tübingen, 1952, pgs. 141 y ss., *apud* DE LOS MOZOS Y DE LOS MOZOS, J. L., «Crisis del principio de abstracción y presupuestos romanistas de la adquisición del dominio en el Derecho español», en *ADC*, 1982, núm. 25, pg. 1077, nota 285.

4. «De acuerdo con la propia naturaleza de las anotaciones en cuenta, no se puede hablar de tradición (...), ya que no existe cosa física que entregar», afirma MADRID PARRA, hablando del régimen de las acciones anotadas (cfr. «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 203).

5. Vid. las consideraciones de ESPINA PÉREZ (en *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pgs. 515 y ss.).

habido mutación jurídico-real, que ha habido transmisión<sup>6</sup>. Pero ese acuerdo puede suponer un precontrato o el negocio causal sobre cuya base se fundamenta la transmisión y, en virtud de su naturaleza contractual, puede originar en el destinatario de los valores un derecho de crédito frente al transmitente. Cuando el negocio causal sea el definitivo negocio transmisivo, ese vínculo obligatorio permitirá al adquirente exigir al transmitente la inscripción registral de la transmisión<sup>7</sup>.

Con relación al *negocio causal* o *título* de la transmisión son pocas las especificidades existentes<sup>8</sup>. Los valores anotados podrán transmitirse *inter vivos*—a título oneroso y a título gratuito— o *mortis causa*. Cuando las transmisiones se refieran a valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el título de la transmisión deberá ser necesariamente la compraventa, pues es éste uno de los requisitos específicos para que la transmisión tenga la condición de *operación* de estos mercados<sup>9</sup>. Las transmisiones a título oneroso distinto del de compraventa y a título lucrativo de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial no tendrán la consideración de operaciones del mismo<sup>10</sup>. En cuanto a las transmisiones a título gratuito, conviene tener presente también que no cuentan con la protección registral en términos tan amplios como los fijados para las transmisiones a título oneroso, que son irrevindicables cuando, no mediando mala fe ni culpa grave del adquirente, se adquiere de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitir los valores<sup>11</sup>.

6. Vid. *infra* VIII.1.2.2.

7. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 106; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1223 y *El nuevo registro mercantil...*, *cit.*, pg. 266; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 44 y 45; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 328.

8. MADRID PARRA se muestra excesivamente tajante cuando afirma que «respecto al "título" nada dice la LMV, ya que el hecho de tratarse de valores representados mediante anotaciones en cuenta no exige peculiaridad alguna» (cfr. «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 203 y 204).

9. Arts. 36 LMV y 1 RD 1416/1991.

10. Arts. 37 LMV y 8 RD 1416/1991.

Estas transmisiones deberán notificarse a los organismos rectores del correspondiente mercado, directamente o a través de algunos de sus miembros, en la forma que reglamentariamente se establezca. De lo contrario, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores ni ejercer los derechos que los mismos comprendan—arts. 37 LMV y 38.2 RD 116/1992—. Vid. CACHÓN BLANCO, J. E., «El contrato de préstamo de valores negociables (especialmente, acciones cotizadas en Bolsa)», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo III (*Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación*), *cit.*, pgs. 3182 a 3184; ARRANZ PUMAR, G., «Comunicación sobre transmisiones de valores», en *DN*, 1995, núm. 53, pgs. 58 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La transmisión de valores cotizados y su formalización legal (Interpretación de los artículos 36 y 37 de la Ley del Mercado de Valores)», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo III (*Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación*), *cit.*, pg. 3430; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Comunicación de las transmisiones a título oneroso distinto del de compraventa o a título lucrativo de valores admitidos a negociación en Bolsa y de las transmisiones de valores cuya negociación en Bolsa esté suspendida», en *RDBB*, 1995, núm. 57, pgs. 189 y ss.

11. Vid. art. 9.3 LMV.

En el caso de la donación—observa SANTOS MARTÍNEZ, en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 41—, «debe tenerse en cuenta que no actuaría para el adquirente el sistema protector de la fe pública registral tal como se da para el adquirente a título oneroso».

Vid. *infra* VIII.1.2.2.3.

Por su parte, las transmisiones *mortis causa* y a título gratuito plantean una problemática especial. El régimen de estas transmisiones según el derecho común no exige la tradición de la cosa entregada<sup>12</sup> y, sin embargo, acabamos de señalar que la tradición de los valores anotados, por más que sea una *ficta traditio*, es necesaria para que tenga lugar la transmisión del dominio. Por tanto, en estos casos la inscripción —que equivale a la tradición— se presenta como un requisito añadido, pero ¿es un requisito esencial para que se entienda perfeccionada la mutación jurídico real?; ¿qué sucede con la legitimación registral y la oponibilidad de la transmisión si no se procede a la inscripción registral en la sucesión y la donación de valores anotados?<sup>13</sup>

#### 1.1.2. FORMA DEL NEGOCIO TRANSMISIVO DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

Existe también alguna determinación específica en cuanto a la *forma del negocio transmisivo* de valores anotados, fundamentalmente cuando se trate de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, para lo que habrá que estar a la normativa propia de éstos<sup>14</sup>. El artículo 44 LMV se refiere a esta cuestión y reconoce la facultad del Gobierno, en función de los casos, para *exigir que los contratos se formalicen por escrito*, para dictar normas por las que se exija el cumplimiento de unos determinados requisitos formales en los contratos y regular los documentos acreditativos de la ejecución de las operaciones<sup>15</sup>.

Para las *transmisiones de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales* el artículo 50 RD 116/1992 prevé que, al menos, deberá acreditarse documentalmente la concurrencia de los consentimientos. En su párrafo primero este artículo dispone que la Entidad encargada del registro practicará la inscripción «en cuanto se presente documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de Valores acreditativo del acto o contrato traslativo»<sup>16</sup>. Esta disposición del artículo 50.1 RD 116/1992 no busca imponer que los contratos de transmisión de valores anotados siempre tengan que constar en documento público o expedido por las referidas Sociedades y Agencias<sup>17</sup>, sino prescribir la obligación que las Enti-

12. Vid. art. 609 CC.

13. Vid. *infra* VIII.1.2.2.

14. Con relación a las compraventas bursátiles, observa SÁNCHEZ CALERO que la autonomía de la voluntad se encuentra muy limitada para disciplinar estos contratos, «ya que la participación obligada de las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa, sometidas a una disciplina reglamentaria rigurosa, hacen que tales compraventas sean sustancialmente contratos uniformes y típicos, aun cuando el art. 38 de la L.M.V. nos dice que las operaciones bursátiles deben cumplirse «en las condiciones y en el modo y forma que hubiesen convenido los contratantes» (cfr. el derogado art. 75 del CCom)» (cfr. *Instituciones...*, 18.ª ed., Tomo II, *cit.*, pg. 257).

15. Sobre esta materia, y con relación a los mercados oficiales de futuros y opciones, *vid.* los arts. 3.2 h), 3.4 y 5 RD 1814/1991.

16. Cfr. ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 473.

17. En todo caso, más que imponer, cabe pensar que el art. 50.1 RD 116/1992 da cierta preferencia a esta «forma de acreditación del negocio traslativo que la disposición adicional tercera de la propia LMV establece para los títulos al portador» (cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 210).

dades encargadas tienen de inscribir la transmisión siempre que se acredite por este medio<sup>18</sup>. Así se deduce de la lectura del artículo 50.2 RD 116/1992: «Lo previsto en el número anterior se entiende sin perjuicio de que la Entidad deba proceder también a inscribir en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción». Pero esa constancia, como decíamos, siempre ha de ser *documental*, como dispone el artículo 50.3 RD 116/1992: «Las Entidades deberán procurarse siempre la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y se quedarán con copia de los documentos acreditativos de los actos, *contratos* y *notificaciones* mencionadas en los números anteriores»<sup>19</sup>.

Estas mismas previsiones del artículo 50 RD 116/1992 serán también de aplicación en las *transmisiones de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales* cuando éstas se realicen por *título distinto del de compraventa* —ya fuese título oneroso o lucrativo—<sup>20</sup>. Nada dice el artículo 37 RD 116/1992 acerca de la necesidad de recoger por escrito el consentimiento de las partes en las *transmisiones bursátiles*. Pero, a este respecto, sí que encontramos indicaciones precisas en los artículos 8, 14 y 15 del RD 629/1993, de 3 mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios<sup>21</sup>.

En cualquier caso, *si no existiese título* verdadero, válido y bastante para producir la transmisión de que se trate, la Entidad encargada del registro *no practicará la inscripción*<sup>22</sup>. Con ello el RD 116/1992 no hace sino reafirmar la vigencia de la teoría del título y el modo, conforme a la cual, no habiendo causa suficiente, no se procederá a la tradición<sup>23</sup>. En relación con esta cuestión, dispone el artículo 12.5 RD 116/1992 que, aunque ya se hubiese efectuado la anotación contable, la inscripción no convalida ni sana los posibles vicios por los que el negocio jurídico causal pueda estar afectado de nulidad<sup>24</sup>.

18. Es más, no podrán «entrar a examinar la certeza, validez o suficiencia del negocio traslativo» (cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 210).

19. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 210 y 211.

20. *Vid.* art. 38.1 RD 116/1992.

21. En el art. 8.2 RD 629/1993 se contempla la posibilidad de que las órdenes de adquisición o transmisión de valores sean emitidas por escrito, telefónicamente o por transmisión electrónica; pero el art. 8.3 dispone que cuando la orden se transmita «por vía telefónica no escrita (...) será necesaria (...) la existencia de confirmación escrita de la orden por parte del ordenante, siendo admisible la utilización de cualquier medio escrito tales como telex, fax u otros similares».

22. Art. 50.2, *in fine*, RD 116/1992.

23. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 210.

24. Dice el art. 12.5 RD 116/1992: «La práctica de la inscripción no convalida las posibles causas de nulidad de la transmisión con arreglo a las leyes». Este artículo encuentra su inspiración en el art. 33 LH, que dispone: «La inscripción no convalida los actos o contratos que sean nulos con arreglo a las leyes».

SANTOS MARTÍNEZ aprovecha esta circunstancia para comentar que la inspiración del art. 12.5 RD 116/1992 se encuentra en el art. 33 LH, más que en «los arts. 20.2, prop. 2.ª, CCom. y 7.2 RRM, que, no obstante, reproducen esa misma fórmula de la Ley Hipotecaria» y fundamenta esta observación en que el registro contable de valores anotados es, como el Registro de la Propiedad, un registro de bienes —o de derechos sobre determinados bienes—, mientras que el Registro Mercantil lo es de personas (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 45 y 46).

## 1.2. La inscripción de la transmisión en el registro contable.

### 1.2.1. LA INSCRIPCIÓN COMO *FICTA TRADITIO*; SU FUNDAMENTO Y SIGNIFICADO

La transmisión de valores representados por anotaciones en cuenta tiene lugar por medio de *transferencia contable*<sup>25</sup>. Así lo dispone el artículo 9.1 LMV<sup>26</sup>, moviéndose dentro de los márgenes ordinarios de discrecionalidad de que dispone el legislador al configurar el régimen de una figura jurídica nueva<sup>27</sup>. El mismo artículo 9.1 LMV, en su proposición segunda<sup>28</sup>, añade que «la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos»<sup>29</sup>. Con esta última afirmación la LMV 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<sup>30</sup>, traspasando así los límites que la sistemática tradicional establece para distinguir los derechos reales de los derechos de crédito<sup>31</sup>.

25. Es ésta la misma figura que, en el Derecho francés, reconoce el art. 2 del Decreto 2 mayo 1983 –*virement de compte à compte*– (cfr. RIFERT, G./ROBLOT, R., *Traité...*, Tomo II, *cit.*, pg. 43). Vid. también DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 326; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 298; VAUPLANE, H. de, «Le régime juridique de transfert de propriété des titres cotés», *Banque et droit*, núm. 35, 1994, pg. 11; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 463.
26. Vid. también art. 12.1 RD 116/1992.
27. «La ley» –comenta ROJO FERNÁNDEZ-RÍO– «puede optar entre declarar aplicable al valor anotado el mismo régimen que el del valor incorporado a un documento o establecer directamente un régimen igual o similar» (cfr. «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 110). Y, más arriba, observa: «La aplicación a las anotaciones en cuenta (...) de un régimen jurídico igual o similar al de los títulos (...) debe estar expresa en la norma legislativa. Al intérprete cabe extraer consecuencias de la norma, completando el régimen jurídico establecido, pero en modo alguno puede sustituirla». (*op. cit.*, pg. 109).
28. Vid. también art. 12.1, proposición segunda, RD 116/1992.
29. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 26; PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1012) afirma que «la tradición, como "modo" transmisivo, se sustituye por la inscripción de la transferencia contable» (vid. también *op. cit.*, pg. 1015); BONET SÁNCHEZ comenta que para la eficaz transmisión de valores anotados «se exige, además de la concurrencia de negocio causal, la previa inscripción a favor del titular transmitente, toda vez que la tradición física se sustituye por la transferencia contable y la inscripción en el registro correspondiente (arts. 9 y 11 LMV)» (cfr. «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 4); vid. FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., *Fundamentos...*, *cit.*, pg. 237.
30. La transmisión de valores anotados, en opinión de MADRID PARRA, «se configura como una cesión de crédito, en cuanto que el valor existe en una cuenta y un nuevo titular viene a colocarse en el lugar del anterior. Sin embargo (...) no hay una vuelta simple y pura al Derecho de obligaciones. En la transmisión de valores anotados se dan significativas peculiaridades, que se asientan sobre la base de la ficción jurídica comentada de que el legislador, a pesar de crear un sistema nuevo y alternativo al de los títulos valores, utiliza el símil del régimen de la «traditio» en los títulos valores, para disponer que la inscripción de los valores anotados produce los mismos efectos que la entrega de los títulos» (cfr. «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 205).
31. Aunque intentaremos fundamentar esta *intrusión* de normas del ámbito de los derechos reales en el de los derechos de obligaciones, conviene tener presente que la necesidad de tal fundamentación responde, cada vez en mayor medida, a prejuicios de una sistemática que día a día va siendo superada. Así, DE LOS MOZOS, comentando la evolución del pensamiento jurídico ante la separación entre

Así los valores anotados —que pretenden cumplir la misma función económica<sup>32</sup> que los títulos-valores— acuden al mismo recurso del que se sirven los títulos para alcanzar un mayor grado de seguridad y agilidad en el tráfico de derechos<sup>33</sup>. Pero, si bien la construcción dogmática de los títulos-valores cuenta con un elemento —que es la incorporación— para justificar la aplicación de las normas de los derechos reales, en el caso de los valores anotados el equilibrio es todavía más difícil, pues no se ha recurrido a ningún procedimiento que permita la materialización del derecho y la consiguiente huida de las normas de la cesión de créditos<sup>34</sup>. Porque, en efecto, los valores anotados son *bienes incorporales*<sup>35</sup> y, en su transmisión, debieran resultar aplicables las normas sobre la cesión de créditos y demás derechos incorporales<sup>36</sup>.

¿Cómo se justifica entonces que la transferencia contable de valores anotados produzca los mismos efectos que la tradición de los títulos? ¿Qué fundamento tiene la determinación de la aplicación de normas de naturaleza jurídico real a los valores anotados? En última instancia, el fundamento es el mismo que el que ha sido válido para prescribir esa aplicación en el caso de los títulos-valores.

Efectivamente, la metáfora<sup>37</sup> de la incorporación del derecho al título no es una realidad innegable que nos lleve de modo irremisible a concluir la necesidad del sometimiento de los títulos-valores al Derecho de cosas. *Strictu sensu*, lo que justifica que los valores puedan ser tratados como cosas muebles no es la incorporación. En el régimen de los títulos la incorporación tan sólo *permite* que los valores sean tratados

---

derechos reales y derechos de obligación, que, en su clasificación sistemática del Derecho civil, hiciera SAVIGNY, afirma que «en cierto sentido, una separación tajante entre derechos reales y derechos de obligación se halla (...) superada, no sólo en la praxis, sino también a nivel dogmático, habiéndose destacado, desde muy diversos puntos de vista, la interrelación entre ambas categorías» (cfr. «Crisis del principio de abstracción...», *cit.*, pg. 1028, nota 2). El régimen de los títulos-valores y el régimen de los valores anotados en cuenta, que ahora estamos analizando, no son sino una prueba patente de las aseveraciones del Autor que citamos. Así, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, comentando el régimen de la Deuda Pública anotada, afirma que «la aplicación de los principios de los títulos-valores a los derechos-valores deja al descubierto la relatividad del régimen jurídico de la transmisión de los derechos y —lo que es más importante— la relatividad de la distinción entre derechos de crédito y derechos reales» (cfr. «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 109).

32. Facilitar la circulación de la riqueza mobiliaria. SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 42), al tiempo que afirma que entre los títulos-valores y los valores anotados hay una «inesquívica distinción», comenta cómo existen entre ellos «afinidades funcionales».
33. *Vid.* GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Curso...*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 722.
34. Al comentar estas normas —de los arts. 1526 a 1536 CC y 347 y 348 CCom—, se refiere ANGULO RODRÍGUEZ, especialmente, a la exigencia de notificación al deudor y a la responsabilidad del cedente —por la merma que suponen para la seguridad y la agilidad del tráfico— (cfr. «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 297).
35. «Al no existir los títulos» —observa SÁNCHEZ CALERO— «nos encontramos con que el valor es un bien incorporal» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 105, e *Instituciones...*, Tomo II, 17.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 26). Cfr. también RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 392.
36. Resulta esclarecedora, a este respecto, la observación de GARRIGUES: «cuando nuestro CC en el capítulo 7.<sup>o</sup>, del título 4.<sup>o</sup>, del libro IV, habla de «transmisión de créditos y demás derechos incorporales», quiso decir, indudablemente, transmisión de créditos y demás *cosas incorporales*» —el subrayado es nuestro— (cfr. *Curso...*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 721).
37. *Vid.* GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Curso...*, Tomo I, 7.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pg. 721.

como cosas muebles, evitando los inconvenientes de la invisibilidad del derecho subjetivo y haciendo visible su transmisión<sup>38</sup>. La razón última por la que la transmisión del derecho representado en el título se perfecciona por la tradición del documento, no es otra sino el que la ley así lo ha reconocido. *No existe otro fundamento más allá de la propia fuerza de la ley para explicar el tratamiento jurídico-real de los títulos-valores*<sup>39</sup>.

Por tanto, no nos es necesario acudir a ningún tipo de construcción forzada, para conseguir que el derecho anotado se vea incorporado a soporte alguno<sup>40</sup>. Al cuestionarnos por qué la transferencia contable produce los mismos efectos que la tradición, no hemos de buscar la respuesta en la estructura de las anotaciones en cuenta como forma de representación de los valores, sino simple y llanamente en el imperio de la ley. Es cierto que ese imperativo legal se habría suavizado si en la configuración formal de los valores anotados hubiese existido incorporación del derecho a un elemento material. Pero, por un lado, es precisamente la materialidad lo primero que se quiere evitar con el sistema de anotaciones y, por otro lado, no se hubiese conseguido más que disimular la realidad: que en el régimen de los valores anotados, como en el de los títulos-valores, la ley inserta normas propias del Derecho de cosas dentro del ámbito de una relación en la que, originariamente, esas normas no hubiesen resultado aplicables.

La tradición o entrega de los valores anotados es una tradición fingida —una *ficta traditio*<sup>41</sup>. La peculiaridad en la transmisión de valores anotados reside en que la tradición tiene lugar a través de la inscripción de los valores en el registro contable —la inscripción equivale a la tradición, produce sus mismos efectos—<sup>42</sup>. La inscripción

38. Cfr. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Curso...*, Tomo I, 7.ª ed., *cit.*, pg. 721.

39. Este es el argumento que ofrece GARRIGUES al criticar las distintas teorías sobre el fundamento de la obligación en los títulos-valores —cuestión distinta de la que ahora nos ocupa, pero que traemos a colación por el interés de la lógica seguida por este autor para dar solución al problema que allí se plantea— (vid. *Curso...*, Tomo I, 7.ª ed., *cit.*, pgs. 733 a 738). «Desde el punto de vista metodológico, todas las teorías hasta aquí expuestas son puros esfuerzos constructivos sin trascendencia alguna práctica. (...) La obligación derivada de un título-valor es válida y exigible por el solo hecho de estar reconocida por la ley» —el subrayado es nuestro— (op. cit., pg. 735).

40. Como así se ha hecho, rizando el rizo, al hablar de *incorporación no documental* o al postular —por la vía de la documentación electrónica— la localización de los valores en un soporte magnético, para poder así afirmár su corporeidad.

41. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 106, e *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 26.

MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 94) comenta que «se trata de un ficción jurídica (de forma semejante a la ficción de la incorporación del derecho al título)».

Acerca de las ficciones del concepto natural de tradición, vid. PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos...*, III-1, *cit.*, pg. 340.

DE LOS MOZOS (en «Crisis del principio de abstracción...», *cit.*, pg. 1077) afirma que «en el Derecho moderno, la tradición deja de ser un concepto material o natural» y, desde su recepción en el campo del *ius civile*, se convierte en «un concepto jurídico, que comprende tanto el concepto material, como las ficciones del mismo que ha ido elaborando la ciencia jurídica».

42. Es ésta una cuestión fundamental en el régimen de la transmisión de los valores anotados, sobre la que se ha pronunciado ampliamente la doctrina. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 106, e *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 26; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pgs. 1223 y 1225, y *El nuevo registro mercantil...*, *cit.*, pgs. 266 y 268; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 42; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores...», *cit.*, pgs. 86 y ss. y «La transmisión de valores», *cit.*, pgs. 93 y 94, donde se señala que «la inscripción (apunte

es el *modo* de adquirir la propiedad<sup>43</sup>, toda vez que no es posible la entrega física de un bien incorporal como son los valores anotados. Esto supone una superación de los mecanismos de transmisión de los títulos-valores, cuyas desventajas, derivadas de la materialidad nos son ya conocidas<sup>44</sup>.

Esta forma de proceder tiene sus antecedentes en el sistema de fungibilidad del D. 1128/1974, de 25 abril, en cuyo artículo 6.3 se establece que «se entenderán entregados los títulos valores cuando se verifiquen las oportunas anotaciones contables de abono y cargo por el Servicio de liquidación y Compensación de la Bolsa correspondiente»<sup>45</sup>. Igualmente, en el RD 505/1987, de 3 abril, que regula el sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado y que sigue estando vigente, se dispone en el artículo 8.1 que las transmisiones «se tendrán por realizadas en el momento en que la central de anotaciones o, en su caso, la Entidad gestora efectúen las anotaciones correspondientes»<sup>46</sup>.

La inscripción en el registro contable de anotaciones es distinta de la inscripción que tiene lugar en el régimen del Registro de la Propiedad<sup>47</sup>. En este último la tradición y la adquisición de la propiedad son anteriores a la inscripción registral<sup>48</sup>.

contable) equivale a la entrega de los títulos»; VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La documentación de la posición de socio», *cit.*, pg. 337; GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (Comentarios y jurisprudencia)*, Granada, 1991, pgs. 317 y 318; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2665; MARTÍ, J.-N., «Apuntes para un examen realista y actualizado del Derecho mercantil y de su estructura en ciertos sectores, particularmente de los títulosvalores», en VV AA, *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytiso*, Vol. IV, Madrid, 1988, pgs. 675 y 676; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 298.

DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO observan que «la equiparación simple y llana entre inscripción y tradición sólo es jurídicamente exacta si se piensa en la tradición de los títulos al portador» (*vid.* art. 545 CCom) —el subrayado es nuestro—; mientras que, si se piensa en valores a la orden o nominativos, la inscripción equivaldría no tan sólo a la tradición, sino a ésta acompañada de los requisitos exigibles, según la ley de circulación del título, para su transmisión (*cfr.* «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 327).

De la misma opinión es RECALDE CASTELL, quien considera que «la equiparación entre inscripción y tradición sólo hace referencia al requisito para la perfección de la transmisión de un título al portador o de uno a la orden con endoso en blanco. Fuera de este caso, la inscripción de la transferencia equivaldría al “endoso” de los títulos nominativos —uno de cuyos elementos integrantes es la entrega—» (*cfr.* «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 392, nota 83).

43. *Cfr.* DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 326.
44. *Cfr.* SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 41.
45. *Cfr.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 105.
46. *Cfr.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 105.
47. *Cfr.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 105.
48. Comenta DE LOS MOZOS (en «Crisis del principio de abstracción...», *cit.*, pg. 1079) que «en cuanto a la relación entre tradición e inscripción, parece evidente y fuera de toda duda que, la Ley Hipotecaria, ha respetado, también en este punto, el sistema adquisitivo de la propiedad y de los derechos reales vigente en el momento de su promulgación». Este Autor, obviamente, hace referencia a la hipoteca como supuesto excepcional, dentro del sistema de Derecho registral, en el que la inscripción sí que suple la tradición en la adquisición del derecho real y, por explicitar la casi unanimidad de la doctrina sobre esta cuestión, hace referencia a NÚÑEZ LAGOS, VALLET, ALVAREZ SUÁREZ, CASTÁN, ESPÍN, PUIG BRUTAU (*cfr. op. cit.*, pg. 1079 y nota 294).



Consiguientemente, en el ámbito del Derecho registral, habitualmente, la inscripción de ningún modo *suple* a la tradición, sino que es algo distinto<sup>49</sup>. Esto no nos debe llevar a entender que, en el ámbito del Registro de la Propiedad, a la inscripción le es indiferente la tradición, pues la inscripción presupone la tradición<sup>50</sup>. Por su parte, la tradición tampoco ignora la inscripción, pues, en ocasiones la tradición se ve facilitada por la inscripción –piénsese en los supuestos en que el titular de un bien ya inscrito en el Registro, a la hora de transmitirlo, puede hacer valer ante el tercero la *presunción de posesión* del art. 38.1 LH<sup>51</sup>.

### 1.2.2. NECESIDAD DE LA INSCRIPCIÓN EN LA TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA –INCIDENCIA DEL TÍTULO DE LA TRANSMISIÓN EN EL CARÁCTER CONSTITUTIVO DE LA INSCRIPCIÓN–

#### 1.2.2.1. Transmisión «*inter vivos*» a título oneroso.

La propiedad de los valores anotados no se podrá adquirir *inter vivos* por título oneroso<sup>52</sup> si no se procede a la inscripción de la transmisión<sup>53</sup>. Contrariamente a lo que ocurre en el sistema inmobiliario registral, en estos casos la inscripción de la transmisión en los registros contables de valores anotados tiene carácter constitutivo<sup>54</sup>. Es decir, aunque el contrato transmisivo de los valores ya haya tenido lugar, el adquirente no será propietario mientras que no se inscriban los valores a su favor en el registro contable. El contrato sin inscripción –sin tradición, podemos entender– tan sólo produce efectos obligacionales. Uno de esos efectos es que el transmitente está obligado a promover o facilitar la inscripción a favor de adquirente<sup>55</sup>.

49. Vid. las consideraciones de LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA (en *Derecho inmobiliario registral*, cit., pgs. 115 a 118), quienes analizan las distintas opiniones existentes sobre la cuestión, haciendo referencia a los Autores que distinguen la inscripción de la tradición –entre los que se sitúan CASTÁN, DE DIEGO, ROGA SASTRE, SANZ FERNÁNDEZ– y a los que, por el contrario, las identifican –principalmente, DE LA RICA y HERMIDA LINARES–.

Por su parte LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA parecen manifestarse contrarios a la identificación de la tradición con la inscripción registral (vid. *Derecho inmobiliario registral*, cit., pg. 118). Vid. también DE LOS MOZOS, J. L., «Crisis del principio de abstracción...», cit., pg. 1079, donde se afirma que pertenecen a «órdenes distintos»; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», cit., pgs. 42 y 43; CRISTÓBAL MONTES, A., *Introducción al Derecho inmobiliario registral*, Zaragoza, 1986, pgs. 224 y ss.

50. Cfr. DE LOS MOZOS, J. L., «Crisis del principio de abstracción...», cit., pg. 1079.

51. Cfr. DE LOS MOZOS, J. L., «Crisis del principio de abstracción...», cit., pg. 1079.

52. Sobre la adquisición *mortis causa* y la adquisición a título gratuito vid. *infra* VIII.1.2.2.2. y VIII.1.2.2.3., respectivamente.

53. «Parafraseando el último inciso del segundo párrafo del art. 609 CC, podríamos decir que la titularidad y los demás derechos sobre los valores anotados se adquieren y se transmiten por consecuencia de ciertos contratos mediante la inscripción» (cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», cit., pg. 327).

54. Así se manifiestan, con relación al régimen de las acciones anotadas en cuenta, DÍAZ MORENO y PRIÉS PICARDO (en «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», cit., pg. 327).

55. SÁNCHEZ CALERO (en *Instituciones...*, Tomo II, 17.<sup>a</sup> ed., cit., pg. 26), con relación a la compraventa, comenta que «las compraventas de valores anotados –al igual que las de títulos-valores– son contratos obligatorios y no reales, por lo que el contrato no transfiere, de por sí, la propiedad de los valores si no va seguido de su tradición (art. 609)».

Así, por ejemplo, cuando el cauce o título por el que se verifica la transmisión de los derechos anotados es la compraventa<sup>56</sup>, conviene no olvidar que es éste un contrato con efectos obligatorios y no reales. Es decir la mera emisión del consentimiento no transmite la propiedad, sino que, para ello, es necesaria la *tradición de los valores*<sup>57</sup>.

Sin embargo, hay quien piensa que la inscripción de la transmisión en el registro contable de valores no es constitutiva<sup>58</sup>, que es posible la transmisión de valores anotados supliendo la inscripción por las formas de *tradición documental* reconocidas en nuestro Derecho. Concretamente, desde esta perspectiva, la *traditio* bien puede tener lugar mediante el otorgamiento de escritura pública conforme a las previsiones de los artículos 1462.2 y 1464 CC. La inscripción queda rebajada a un requisito de mera oponibilidad<sup>59</sup>, entendiéndose que no es necesaria la transferencia contable para que la transmisión sea válida, sino tan sólo para que los efectos del desplazamiento dominical sean plenos<sup>60</sup>.

Pero esta forma de interpretar el artículo 9.1 LMV no encuentra respaldo en el tenor literal del propio artículo<sup>61</sup>, que dispone claramente que la transmisión se realiza por transferencia, sin mencionar otra posibilidad<sup>62</sup>.

Cfr. también, del mismo autor, «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 106.

56. Que, por lo general, será lo más frecuente. Más concretamente, en el ámbito de los mercados secundarios oficiales, será obligatorio acudir a dicho cauce si se quiere que la transmisión tenga la condición de *operación* del respectivo mercado –*vid.* art. 36 LMV–.
57. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 105, e *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 26.
58. Es de esta opinión SÁNCHEZ GONZÁLEZ, quien atribuye fuerza constitutiva tan sólo a la inscripción por la cual el valor representado mediante anotación en cuenta nace como tal (cfr. «La acción como título...», *cit.*, pg. 343).  
Cfr. también GARRIDO DE PALMA, V./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La sociedad anónima en sus principios configuradores», *cit.*, pgs. 61 a 64; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pgs. 101 y 106.
59. Se reduce su función a la contemplada en el art. 9.2 LMV.  
En el que se dispone: «La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción».
60. Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», *cit.*, pg. 343; GARRIDO DE PALMA, V./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La sociedad anónima en sus principios configuradores», *cit.*, pgs. 61 a 64.  
Frente a esta opinión, la mayoría de la doctrina mantiene el carácter constitutivo de la inscripción. *Vid.* entre otros, SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 106; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 209 y nota 113 –donde se pronuncia claramente sobre la cuestión, si bien algún Autor, a la vista de sus observaciones vertidas en la página 171, nota 42, ha podido interpretar esta opinión como contraria al carácter constitutivo de la inscripción en la transmisión de valores anotados–; RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pgs. 392 y 393; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 5 y 6; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 328.
61. Es ésta la primera crítica que ejerce RECALDE CASTELLS frente a quienes mantienen esta postura (cfr. «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 393) y que, desde un principio, es ya conocida por el propio SÁNCHEZ GONZÁLEZ, quien afirma, al exponer su lectura del art. 9.1 LMV, que «esta disposición debe ser interpretada en sus justos –aunque no literales– términos» –el subrayado es nuestro– (cfr. «La acción como título...», *cit.*, pg. 343).
62. Si bien hemos de admitir que este artículo tampoco llega a *negar expresamente* otras formas de

Además, admitir esta forma de transmisión extrarregistral supondría ir contra la lógica del sistema de anotaciones en cuenta<sup>63</sup>. En primer lugar, porque sin la inscripción registral no pueden surtir sus efectos las previsiones de los artículos 9.2 y 11 LMV<sup>64</sup>; es decir, la adquisición no sería oponible frente a terceros y el adquirente no estaría legitimado registralmente para el ejercicio de sus derechos, ni podría legitimar a otros<sup>65</sup>. Otro motivo es que la tradición documental de los valores anotados tiraría por tierra todas las pretensiones del sistema de anotaciones para dotar de seguridad el tráfico de valores; pues, mientras no se inscribiese la transmisión, la legitimación para el ejercicio de los derechos estaría, en cierto sentido, desdoblada: el deudor que realizara su prestación al titular registral no tendría seguridad sobre la eficacia liberatoria de su cumplimiento –habríamos retrocedido a la situación que se produce en la cesión de créditos, siendo necesario notificar la transmisión al deudor, con la consiguiente pérdida de seguridad y celeridad–<sup>66</sup>. Estos inconvenientes, que, en su día, fueron superados por el sistema de títulos-valores, han sido resueltos por el sistema de anotaciones, precisamente, atribuyendo a la inscripción registral *los mismos efectos que la tradición de los títulos*<sup>67</sup>. Del mismo modo que en el sistema cartular la transmisión de la posesión del documento no puede ser sustituida por escritura pública –sino que necesariamente tiene que haber una tradición real–, en el sistema tabular no puede obviarse la inscripción registral de la transmisión<sup>68</sup>.

De la opinión debatida, resulta también cuestionable la interpretación dada a los artículos 1462 y 1464 CC. La posibilidad de sustituir la inscripción por el otorgamiento de escritura pública se fundamenta en la remisión que hace el artículo 1464 al 1462.2 CC. para aquellos casos en que la entrega tenga por objeto bienes incorporales<sup>69</sup>. Esa remisión se explica porque los bienes incorporales no son susceptibles de entrega material y es necesario facilitarles una forma alternativa de tradición. Pero en el caso de los valores anotados esa alternativa ya existe<sup>70</sup>. Es más,

---

tradición (cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 328).

63. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 393; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 328.

64. *Vid.* también arts. 12.2 y 15 RD 116/1992.

65. En cuanto a la oponibilidad, observan DÍAZ MORENO y PRIÉS PICARDO, que la transmisión ni siquiera sería oponible a los acreedores personales del adquirente, «lo que sería un sinsentido y demostraría que las acciones no han salido del patrimonio del *tradens*» (cfr. «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 328).

66. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 393.

67. «De acuerdo con el art. 9.1 LMV, la inscripción no equivale a cualquier tradición, sino a la de los títulos» (cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 328).

68. *Vid.* SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 44; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 328.

69. «Respecto de los bienes incorporales, regirá lo dispuesto en el párrafo segundo del art. 1462» –art. 1464, proposición primera, CC–.

70. Afirma RECALDE CASTELLS «una correcta interpretación de las referidas normas, y en particular del art. 1462 CC, nos demuestra que allí se prevé un “modo” traslativo especial para el caso de que el ordenamiento no contemple un régimen directamente aplicable al bien en cuestión,

la inscripción registral no es tan sólo una alternativa de la tradición material, sino un modo *equivalente* de ésta, por lo que acudir al otorgamiento de escritura pública parece innecesario<sup>71</sup>.

#### 1.2.2.2. Transmisión «mortis causa».

Volviendo al artículo 609 CC, podemos plantearnos qué sucede con la inscripción de la transmisión en aquellos supuestos, como la *donación* o la *sucesión*, en que la tradición no es exigida para adquirir la propiedad.

Por lo que se refiere a los supuestos de sucesión *mortis causa*, la opinión más generalizada entiende que es a partir de la *aceptación* cuando el heredero deviene titular de las relaciones que se le transfieren, aunque los efectos de aquélla se retrotraen al momento de la muerte del causante<sup>72</sup> –arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1997<sup>3</sup>–. En el caso de legado de cosa específica y determinada propiedad del testador, el legatario adquiere la propiedad desde el momento de la muerte del causante<sup>74</sup>. Esto lleva a concluir que el heredero o el legatario de valores anotados no precisan de inscripción registral a su favor para adquirir la propiedad de éstos, pues los adquieren conforme dictan las normas del Derecho civil<sup>75</sup>. Sin embargo, para que se produzca plenamente la legitimación, en cuanto sea posible habrá de procederse a la inscripción de la transmisión en el registro, pues, de lo contrario, mientras no se haya realizado la transferencia contable, el nuevo titular no se encontrará legitimado frente a la Entidad emisora para la disposición o el ejercicio de los derechos anotados<sup>76</sup>, ni podrá oponer frente a terceros su titularidad<sup>77</sup>. Si

como, en cambio, prevé para las anotaciones» (cfr. «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 393, nota 86).

71. Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 329.
72. Cfr. Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho civil*, vol. IV, 5.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1989, pg. 524; LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo V, Barcelona, 1988, pgs. 46-47; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 45; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 330.
73. Cuyo completo tenor literal es el siguiente: «Los efectos de la aceptación y de la repudiación se retrotraen siempre al momento de la muerte de la persona a quien se hereda».
74. Art. 882.1 CC.  
Cfr. Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho civil*, vol. IV, *cit.*, pg. 419; LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo V, *cit.*, pgs. 316; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 330.
75. Vid., en favor de esta opinión, DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 330; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 45.  
*Contra, vid.* ANGULO RODRÍGUEZ, quien entiende que, a pesar de que el art. 609 CC no exige la tradición en este caso para adquirir la propiedad, «los términos absolutamente generalizadores del art. 9.º LMV obligan a la transferencia contable para que exista transmisión» (cfr. «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pgs. 273-274 y «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 5 y 6); MADRID PARRA, quien afirma que «la inscripción es el único requisito formal, suficiente, pero *imprescindible* para que se opere la transmisión» (cfr. «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 209, nota 113).
76. Arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992.
77. Arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992.

hubiese pluralidad de herederos o legatarios de unos mismos valores, éstos se inscribirán a nombre de todos ellos<sup>78</sup>.

1.2.2.3. *Transmisión «inter vivos» a título gratuito.*

La transmisión de valores *inter vivos* a título gratuito tampoco precisa de tradición<sup>79</sup>. Se entiende que la donación es, a la vez, título y modo de adquirir<sup>80</sup>. Por consiguiente, la adquisición de la propiedad sobre los valores tendrá lugar desde el mismo momento en que el donatario acepte la donación. La inscripción de la transmisión será sólo necesaria para la legitimación registral y para la oponibilidad *erga omnes*<sup>81</sup>.

1.2.3. APLICACION DE LOS PRINCIPIOS DE PRIORIDAD Y DE TRACTO SUCESIVO A LA INSCRIPCION REGISTRAL DE LA TRANSMISION

A tenor de los artículos 11 LMV y 16 RD 116/1992 serán aplicables a la transmisión de valores anotados los principios registrales de prioridad y de tracto sucesivo<sup>82</sup>.

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<sup>83</sup>. Por ello la Entidad encargada del registro contable inscribirá las

---

Esta situación, de transitoria desprotección registral del nuevo titular de los derechos anotados, es asumida como inevitable por DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO (*vid.* «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 330). *Vid.* también, en este sentido, SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 45.

Por el contrario, ANGULO RODRÍGUEZ, desde la posición que hemos comentado —exigencia de la inscripción de la transmisión, incluso en los casos de donación y sucesión—, entiende que la transferencia contable «producirá sus efectos retroactivamente al momento de la muerte del causante a tenor de los arts. 440 y 989 del CC, aunque dejando a salvo los derechos adquiridos en el ínterin por terceros de buena fe» (cfr. «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 6).

*Vid.* también MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 19 y 20.

78. Art. 14 RD 116/1992.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 45.

79. *Vid.* art. 609.2 CC

80. Cfr. DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, Tomo II (*Relaciones jurídico reales. Registro de la Propiedad. La posesión*), Madrid, 1983, pgs. 658 y 659; LACRUZ BERDEJO, J. L./LUNA SERRANO, A./DELGADO ECHEVERRÍA, J., *Elementos de Derecho civil*, Tomo II, vol. 3.º, Barcelona, 1986, pg. 127.

81. «Otra cosa será que, al amparo del art. 1255 CC, se pacte una donación con meros efectos obligacionales (es decir, una donación en la que no se transfiere nada en el momento de pactar, sino que el donante se obliga dar en el futuro), en cuyo caso la adquisición sí requerirá un modo de adquirir». (cfr. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 331).

82. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 106.

83. Art. 16.2 RD 116/1992, cuyo enunciado, relativo a la prioridad de *cualquier tipo de derechos* sobre valores anotados y *no tan sólo al derecho de propiedad*, es el siguiente: «Conforme al principio de prioridad, una vez producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto

transmisiones según el orden de presentación<sup>84</sup>. 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<sup>85</sup>.

El *principio de tracto sucesivo* exige que cada titularidad registral, excepto la del primer suscriptor de los valores<sup>86</sup>, debe apoyarse sobre otra anterior, que sea bastante para servirle de base<sup>87</sup>. 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<sup>88</sup>. Es decir, las transmisiones se hacen *en cadena*<sup>89</sup>. 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<sup>90</sup>.

## 2. OPONIBILIDAD DE LA TRANSMISION TRAS SU INSCRIPCION EN EL REGISTRO DE VALORES ANOTADOS

Los artículos 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992 prescriben que la transmisión de valores anotados será oponible a terceros desde el momento en que se haya practi-

de los mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior. Asimismo, el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo la Entidad encargada de la llevanza del registro contable practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación».

Es difícil que esto pueda suceder cuando las transmisiones tengan lugar por los cauces de un mercado secundario oficial. Es más plantearle 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 sido adquiridos por sucesión –testada o intestada– o por donación, ya que podrá mediar un tiempo entre la transmisión y la inscripción de ésta.

84. Art. 16.2, *in fine*, RD 116/1992.

*Vid.* LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pg. 56.

85. *Vid.* LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pg. 56.

86. En el ámbito del Derecho inmobiliario registral se diría «excepto el asiento de *inmatriculación*».

87. Comentan LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA que es éste un principio contenido en el Derecho registral español desde sus comienzos –mientras que «en el Registro francés del siglo XIX este requisito falta totalmente»– (cfr. *Derecho inmobiliario registral*, cit., pg. 56; *vid.*, más extensamente sobre el principio de tracto sucesivo, §32. «El requisito del tracto sucesivo», *op. cit.*, pgs. 290 y ss.).

*Vid.* también art. 20 LH.

88. Arts. 11.3 LMV y 16.3, proposición primera, RD 116/1992. El reconocimiento de este principio por el art. 11.3 LMV es implícito, aunque los términos en que lo enuncia son claros: «Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que corresponden al titular será precisa la previa inscripción a su favor». En el desarrollo reglamentario, efectuado por el art. 16 RD 116/1992, se explicita: «Conforme al principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable».

89. «Cada eslabón se halla unido al anterior y al siguiente (...). Un dueño sucede sólo a quien antes era dueño, y es sucedido por quien adquiere directamente de él. Y así sucesivamente». (cfr. LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pg. 56, donde también, citando a ROCA SASTRE, se dice con frase gráfica: «el transferente de hoy sea el adquirente de ayer, y el titular inscrito de hoy sea el transferente de mañana»).

90. Cfr. LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pgs. 56 y 57.

cado la inscripción<sup>91</sup>. En este sentido, la inscripción en el registro produce los mismos efectos que la tradición en el sistema de títulos-valores<sup>92</sup>.

### 2.1. Oponibilidad frente a la Entidad emisora de los valores.

Se puede hablar de un triple ámbito de la oponibilidad de lo inscrito en el registro. Primero, la transmisión inscrita en el registro es oponible a la Entidad emisora de los valores. El nuevo titular de los valores no está obligado a notificar a la Entidad emisora su adquisición para que ésta resulte oponible. Lo preceptuado en la Disposición Adicional 1.<sup>ª</sup>6 para el caso de las acciones anotadas no resta fuerza alguna a lo que acabamos de afirmar. La referida Disposición exige que las Entidades encargadas de los registros comuniquen a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas. Pero esa comunicación no es constitutiva de la oponibilidad frente a la sociedad, sino que va dirigida a facilitar a la sociedad el control del accionariado y a hacer efectiva ante ella la nominatividad de los valores anotados. Por lo que a la oponibilidad se refiere, si hubiese divergencias entre lo que a la sociedad se comunicó —o lo que ésta entendió que se le comunicaba— y el contenido inscrito en el registro, prevalecerá y será oponible la inscripción registral<sup>93</sup>.

### 2.2. Oponibilidad frente a los acreedores personales del transmitente.

En segundo lugar, la inscripción es oponible a los acreedores personales del transmitente, que no podrán pretender hacer líquida su deuda sobre los valores transmitidos, salvo que la transmisión se hubiera realizado en fraude de su derecho<sup>94</sup>. Esa inoponibilidad que tiene la transmisión de los valores anotados puede romperse si previamente se ha inscrito en el registro alguna garantía sobre ellos<sup>95</sup>. Los acreedores que no cuenten a su favor con una previa garantía registral no podrán pretender hacer efectiva sobre los valores la responsabilidad patrimonial universal proclamada por el artículo 1911 CC<sup>96</sup>.

91. «Es a partir de ese momento» —afirma SÁNCHEZ CALERO— «cuando la inscripción de la transmisión produce su eficacia, no ya inter partes, sino frente a terceros» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 107).

Cfr. también, SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17.<sup>ª</sup> ed., *cit.*, pg. 27; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 274; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pg. 491.

92. Cfr. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 101; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 368.

93. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 331.

94. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 43; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 332.

95. *Vid.* arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992.

96. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 332; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 43 y 44.

### 2.3. Oponibilidad en el caso de transmisión anterior no inscrita.

Podemos describir un tercer ámbito de la oponibilidad de la titularidad inscrita en el registro, conforme al cual la transmisión será también oponible frente a quien, teniendo un título que justifique la transmisión de los valores en su favor, sin embargo, no hubiese procedido a inscribirla en el registro. El que así hubiese actuado contaría con un justo título, pero le faltaría el modo transmisorio, por lo que no se habría perfeccionado su derecho y habría de pasar por aquella transmisión posterior a la suya que, con buena fe, sí que se inscribió en el registro<sup>97</sup>. Así, en el caso de doble venta de los valores quien no inscribe su derecho queda relegado a la condición de acreedor personal del transmitente<sup>98</sup>. De todos modos la posibilidad de doble venta de valores anotados es altamente improbable, pues para transmitir valores anotados es preciso un certificado de legitimación y, cuando el titular de los valores lo solicita, la Entidad encargada del registro expide un único certificado de legitimación explicitando el número de valores al que se refiere y el derecho específico para cuyo ejercicio ha sido expedido; además el titular debe restituir el certificado una vez transmitido su derecho, pues si no se podrá dar curso a la transmisión<sup>99</sup>.

## 3. IRREIVINDICABILIDAD DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA

Este tema vuelve a centrar nuestra atención sobre una cuestión problemática, como es la existencia de fe pública en los registros contables de valores<sup>100</sup>. A primera vista, dada la configuración de la publicidad formal de estos registros, puede sorprender que encuentre apoyo en ellos la irreivindicabilidad de los valores e, incluso, una adquisición *a non domino*<sup>101</sup>. Pero lo cierto es que el artículo 9.3 LMV, basado en el principio de seguridad del tráfico<sup>102</sup>, consagra la irreivindicabilidad de los valores que adquiere un tercero a título oneroso, sin mala fe y sin culpa

97. Así se deduce del art. 1473.1 CC, si bien, por referirse ese artículo a los bienes muebles, donde allí se dice *toma de posesión*, nosotros hemos de interpretar *inscripción registral*. También es aplicable a este supuesto, por analogía, el art. 32 LH, referente a la inoponibilidad de lo no inscrito.

Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1221, y *El nuevo registro mercantil...*, *cit.*, pg. 264; DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 333; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 44.

98. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 333.

99. Vid. art. 12 LMV.

Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1221.

100. Vid. *supra* III.1.2.

101. SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 57) observa que «puede parecer impropio o excesivo hablar de "fe pública" cuando se trata de un registro como el que ahora nos ocupa»; DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 383) entiende que es ésta «una situación hasta cierto punto paradójica».

102. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 107.



grave, de persona que aparezca legitimada para transmitirlos según los asientos del registro contable<sup>103</sup>.

Los *supuestos de irreivindicabilidad* de valores 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 y que estos valores se transmiten a un tercero que los adquiere, de buena fe, del titular aparente<sup>104</sup>. 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<sup>105</sup>.

El artículo 9.3 LMV recoge el mismo principio que se contiene en el artículo 34 LH<sup>106</sup>. Es fácil establecer una relación de afinidad entre el artículo 9.3 LMV y otros como el 34 LH, el 545 CCom, el 464 CC, el 85 CCom y el 19.2 LCC, que protegen a aquel que, con buena fe, ha confiado en la apariencia que se desprende de un sistema de publicidad –ya sea registral o posesorio–<sup>107</sup>. Sin embargo, como veremos en el siguiente epígrafe, dedicado a los requisitos de esta adquisición, el caso específico del artículo 9.3 LMV requiere una especial explicación, concretamente por lo que se refiere a la apariencia en la que confió el tercero adquirente.

Pero antes querríamos hacer una puntualización: ¿el artículo 9.3 LMV se refiere a un supuesto de mera irreivindicabilidad o contempla también la posibilidad

103. Vid. FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2674.

Vid. también art. 12.3 RD 116/1992, cuyo tenor literal es el siguiente: «El tercero que adquiriera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave. Quedan a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud haya quedado privado de los valores».

104. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 57.

EIZAGUIRRE (en «El régimen de las acciones...», *cit.*, pgs. 91 y 92) sugiere dos situaciones más que podrían llevar a la irreivindicabilidad de valores anotados. La primera de ellas consiste en que el tercero adquiere los valores –o le resultan asignados– como consecuencia de una *sustracción* –aritmética, por lo que al registro contable se refiere, pero, en definitiva, con plenos efectos jurídicos–, con lo que el titular desposeído habrá de respetar la posición, ahora inatacable, del tercero y tendrá que ser la Entidad encargada del registro la que responda ante él por los perjuicios causados –haciendo efectiva tal responsabilidad en especie, a ser posible (art. 7.6 LMV)–. La segunda situación planteada surge como consecuencia de una *adición* errónea del número de *acciones* que corresponden a un determinado titular. En este caso el Autor duda sobre la conveniencia de mantener una adquisición *a non domino*, pues ello exigiría crear nuevas posiciones de accionista, generando un daño a todos los restante socios. Quedaría, tan sólo, en pie la facultad del adquirente de las *acciones inexistentes* de exigir a la Entidad encargada la responsabilidad del art. 7.6 LMV.

105. Vid. RECALDE CASTELL, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 39, nota 104.

106. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 107 e *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 27.

En opinión de SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 57), el texto del art. 9.3 LMV incluso «mejora las puntualizaciones del art. 34 LH».

Una postura distinta en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 101, donde se mantiene que el art. 9.3 LMV «en su redacción recuerda al art. 34 LH, pero que, en su sustancia, es tributario de la disciplina de los títulos-valor».

107. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 383.

de una auténtica adquisición *a non domino*<sup>108</sup>? Para que tenga lugar una adquisición de valores anotados debe existir un título, en el que la transmisión encuentre su causa, y debe inscribirse el derecho a favor del adquirente. Ambos elementos se dan en el caso que nos ocupa y, por ello, podemos decir que se trata de una verdadera adquisición y no de una mera irreivindicabilidad<sup>109</sup> —el adquirente asume una posición fuerte no sólo frente a terceros<sup>110</sup>, sino también frente al antiguo titular de los valores—. En cuanto a la inscripción, si ésta efectivamente tiene lugar, poco hay que decir al respecto<sup>111</sup>. Por lo que se refiere a la posible ausencia de título adquisitivo o justa causa, ésta se ve sanada por la propia disposición legal del artículo 9.3 LMV<sup>112</sup>. Aunque la inscripción no convalida el acto o negocio que da lugar al propio asiento<sup>113</sup>, la nulidad o resolución que afecten a una transmisión anterior no llegan a privar de protección al que adquiere al amparo de la fe pública registral<sup>114</sup>.

108. Pues «la irreivindicabilidad es distinta (...) a la adquisición *a non domino*, porque en la primera el dominio se conserva pero no hay acción contra el protegido; éste no adquiere el dominio, por lo que si pierde la posesión, no puede recuperarla por medio de una acción reivindicatoria» (cfr. MIQUEL GONZÁLEZ, J. M.<sup>3</sup>, «Comentario a los artículos 446 a 466 del Código Civil», *cit.*, pg. 1244); *vid.* también VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La adquisición *a non domino* de letra de cambio», en *RDM*, 1986, pgs. 423 y ss.
109. SÁNCHEZ CALERO observa que, si concurren los requisitos del art. 9.3 LMV, «los efectos que produce la protección registral al adquirente, se concretan en la irreivindicabilidad de los valores, aun cuando el transmitente no sea el dueño de los valores (produciéndose una adquisición "*a non domino*")» —el subrayado es nuestro— (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 108).  
*Vid.* también MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 96; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», *cit.*, pg. 1224; SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 58) se pronuncia en favor de «una verdadera adquisición para el nuevo titular» y aduce varias razones que le llevan a pensar así: que en el propio art. 9.3 LMV se hace referencia explícita a la *adquisición*; que en el sistema inmobiliario registral español es preponderante este modo de entender las cosas —y remite a la opinión de LACRUZ (en LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pgs. 210 y 211)—; que por la naturaleza del objeto, una verdadera acción reivindicatoria resulta descartada *a limine* en relación con los valores anotados.
110. Esta posición de especial fortaleza frente a terceros —oponibilidad, irreivindicabilidad, literalidad referida a la escritura o acuerdo de emisión, limitación de excepciones, legitimación dimanante del mero asiento contable, etc.— la afirma ANGULO RODRÍGUEZ (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 299).
111. Quizá, sí, comentar que la adquisición o irreivindicabilidad opera desde el mismo momento en que se produce la inscripción en el registro contable. Así, en el caso de doble venta, adquirirá el derecho el primero que de buena fe consiga la inscripción a su favor en el registro contable (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119). SANTOS MARTÍNEZ, hablando de la adquisición *a non domino* (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 58), hace una consideración puramente formal de este elemento y se limita a decir que «la inscripción suple a la tradición y completa el fenómeno jurídico traslativo».
112. Hablando de artículos como el 464 CC o el 34 LH, en los que el 9.3 LMV encuentra su inspiración, DE LOS MOZOS observa que, «aunque faciliten la posible adquisición *a non domino*, no por eso suponen, como es sabido, abstracción de la causa» —el subrayado es nuestro— (cfr. «Crisis del principio de abstracción...», *cit.*, pg. 1077).
113. Art. 12.5 RD 116/1992; *vid.* también arts. 20.2, prop. 1.<sup>3</sup>, CCom y 7.2 RRM.
114. En este sentido, comenta PAZ-ARES cómo la adquisición *a non domino* «protege a los terceros frente a los vicios de las transmisiones anteriores, no a las partes frente a los vicios de los negocios que ellas mismas celebran» (cfr. «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, pg. 102).

Hubiese sido mejor que el régimen de los valores anotados contara con una disposición expresa que, como el artículo 20.2, prop. 2.ª, CCom<sup>115</sup>, aclarase que «la declaración de inexactitud o nulidad no perjudicará a los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme a derecho»; pero, implícitamente, ha de entenderse que tal regla existe, pues ése es el espíritu de los principios conformadores del sistema de anotaciones<sup>116</sup>.

También resulta oportuno observar, antes de seguir adelante, la conveniencia del reconocimiento de la irreivindicabilidad en un sistema como el de los valores anotados, en el que se intenta fomentar la agilidad en la circulación<sup>117</sup>. La agilidad del tráfico pierde sentido si no va acompañada de seguridad en la transmisión<sup>118</sup>. La fuerza incentivadora, cara a la inversión, de un mercado ágil pero inseguro sería muy escasa. Por ello se puede decir que con la irreivindicabilidad el ordenamiento no sólo está primando el interés del tercero adquirente sobre el del antiguo titular, sino que, en último término, se prima el interés del tráfico jurídico-económico<sup>119</sup>.

### 3.1. Requisitos.

En la propia fórmula de los artículos 9.3 LMV y 12.3 RD 116/1992, en la que se consagra la irreivindicabilidad de los valores anotados, vienen expresados los requisitos exigibles para que ésta tenga lugar. Será necesario: 1.º) que el tercero adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta; 2.º) que el transmitente *aparezca legitimado según los asientos del registro* y 3.º) que el adquirente no haya obrado de *mala fe o con culpa grave*<sup>120</sup>.

115. Vid. también art. 8 RRM.

116. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 46 y 47.

117. Vid. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 92, donde se comenta que «de poco serviría, o bien mucho perdería, la existencia de un régimen ágil de transmisión de valores al portador o anotados en cuenta, si ésta no llevase al adquirente a una posición jurídicamente fuerte, es decir, difícilmente atacable. De lo contrario, la transmisión adolecería de desconfianza, y el tráfico mercantil se vería entorpecido».

118. Observa MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 96) que «a la vez que el ordenamiento jurídico busca la agilidad y rapidez, ha de procurar la seguridad» y añade que «perdería eficacia la transmisión ágil de los títulos al portador o de los anotados en cuenta si el adquirente no obtuviese una posición jurídica segura. De ahí que se establezca un régimen de irreivindicabilidad».

El mismo Autor (en «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pgs. 92 y 93) insiste en la conveniencia de que el adquirente goce de una «posición jurídicamente fuerte (...), difícilmente atacable» y por eso el legislador «ha dictado algunas normas que protegen la apariencia de legitimidad y garantizan los derechos de terceros de buena fe».

119. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 57.

La protección del tráfico es también aducida por CANARIS como un argumento que recomienda proteger al adquirente de buena fe dentro del *Effektengiroverkehr* (vid. *Bankvertrag-srecht*, *cit.*, número de margen 2029, párrafo segundo). Vid. también DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektengiroverkehr*, *cit.*, pg. 29.

120. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 107 e *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 27; BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 4; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pg. 1013; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 274; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 98; MEJÍAS GÓMEZ (en «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119), quien, además de enumerar los requisitos, hace referencia expresa a la inscripción, señalando

Conviene observar, antes de seguir adelante, que no se considerarán incluidos en el ámbito de protección de este artículo aquellos valores que estén representados por medio de títulos en vez de anotados en cuenta<sup>121</sup>.

### 3.1.1. ONEROSIDAD DEL TÍTULO DE LA TRANSMISIÓN

El *título oneroso* de la transmisión –que, por otra parte, según la previsión del art. 36 LMV, es la hipótesis normal en los mercados de valores<sup>122</sup>– nos permite deducir que la Ley fundamenta la protección dispensada al tercero, entre otras causas, en la carga que para éste ha supuesto la contraprestación exigida al adquirir el valor –ya haya sido por compraventa o por cualquier otro título oneroso, como la permuta, la dación en pago, etc.–<sup>123</sup>.

En las adquisiciones a *título lucrativo* esa protección especial desaparece<sup>124</sup>. El legislador entiende que el adquirente habrá de pasar frente a terceros por la misma situación que su transmitente<sup>125</sup>. No se pronuncia explícitamente el artículo 9.3 LMV en este sentido, pero así se puede deducir de la aplicación analógica del artículo 34.3 LH, en el que se establece que «los adquirentes a título gratuito no gozarán de más protección registral que la que tuviere su causante o transferente»<sup>126</sup>. La doctrina registral destaca que no es que el adquirente carezca de protección registral, sino que su protección deriva de la que correspondía a su causante y, por tanto, no podrá evitar que se dirijan contra él las mismas acciones que se hubiesen podido interponer contra su causante, si bien podrá oponerse a ellas con los argumentos que estén en su mano<sup>127</sup>.

que será a partir de ese momento cuando la irreivindicabilidad sea efectiva; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 368.

121. Afirma SÁNCHEZ CALERO (en «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 107) que «queda excluida de la protección de este artículo (...) la adquisición de *valores representados por títulos* que pueden estar inscritos en el libro de acciones nominativas (art. 56.2 LSA)» –el subrayado es nuestro–.
122. MADRID PARRA («La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 98) entiende que la exigencia del título oneroso en la transmisión «está en coherencia con la propia naturaleza del mercado». Afirma que «en los mercados “se negocia”, es decir, las transacciones son a título oneroso». Cfr. también ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 274.  
Se complementa con este criterio la observación de MEJÍAS GÓMEZ, quien destaca que la *negociabilidad* propia de los valores anotados «determina que la *onerosidad* sea la regla general en las transmisiones» (cfr. «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119).
123. Cfr. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 98; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 59; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119.
124. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 107.
125. Cfr. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 98, nota 210; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 274.
126. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 59; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1224 y *El nuevo registro mercantil...*, *cit.*, pg. 267; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 301.
127. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 59. Este Autor remite, por lo que a doctrina registral se refiere, a la opinión mantenida por LACRUZ BERDEJO, en LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHEZ REBULLIDA, F. de A., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pg. 191.

La exclusión de irreivindicabilidad que afecta a las transmisiones a título lucrativo de valores anotados en cuenta no se produce en el régimen de los títulos al portador<sup>128</sup>, en el que, a este respecto, no se distingue entre transmisiones a título oneroso y lucrativo<sup>129</sup>. Esto no significa que se haya descuidado la seguridad en el tráfico de valores anotados cuando éste tiene lugar a título gratuito –pues, desde una perspectiva globalizadora, ésta sería la primera acusación que nos sugiere la exclusión de irreivindicabilidad–. Por un lado, hemos de tener presente que en la transmisión de valores anotados siempre interviene la Entidad encargada del registro, introduciendo así una cierta dosis de seguridad<sup>130</sup>. Pero, por otro lado, se ha de considerar que, en el caso marginal<sup>131</sup> de la transmisión a título lucrativo de valores anotados en cuenta, la reivindicabilidad de los valores introduce un grado mayor de seguridad en el tráfico que el que supondría el mantenimiento de la irreivindicabilidad. La relación especial que suele existir en estos casos entre transmitente y adquirente legítima para que la reivindicación que pudiese dirigirse contra el primero pueda alcanzar también al segundo. Con ello se evita que la transmisión a título lucrativo se convierta en un cauce abierto para dar cabida al fraude de acreedores<sup>132</sup>.

### 3.1.2. APARIENCIA DE TITULARIDAD Y AUSENCIA DE MALA FE Y DE CULPA GRAVE

Los otros dos requisitos o circunstancias sobre los que se sustenta la irreivindicabilidad –que el transmitente aparezca legitimado, según los asientos del registro contable, y la ausencia de mala fe y de culpa grave en el tercero adquirente– están íntimamente relacionados, pues la posible mala fe o culpa se refieren, especialmente, al modo en que el adquirente desconoce la falta de titularidad de su transmitente<sup>133</sup>. Al tomar en consideración estos dos requisitos de forma conjunta, pode-

128. Art. 545 CCom.

129. Se recoge así «la tradición legislativa donde no se hacía tal distinción, probablemente porque al hacer depender la irreivindicabilidad de la intervención de fedatario público se consideraba innecesario hacer tal distinción» (cfr. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 99).

Cfr. también MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119.

130. Cfr. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 99.

131. Marginal, pues, como ya hemos comentado, en el régimen de los valores anotados la transmisión a título oneroso es el supuesto habitual.

132. De esta opinión es MADRID PARRA (cfr. «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 99 y nota 211), quien observa que la reivindicabilidad de las adquisiciones a título gratuito supone una inversión en los términos, pues «en vez de tener que demostrar la mala fe en la transmisión, cosa no siempre posible, para excluir la irreivindicabilidad, se opta por establecer como regla general que los valores anotados adquiridos a título lucrativo no gozan de irreivindicabilidad».

También en favor de la reivindicabilidad de las transmisiones a título gratuito, MEJÍAS GÓMEZ argumenta que con ello se evita que el registro, *sin las garantías que ofrece la intervención de fedatario público*, pueda convertirse en un instrumento al servicio de los que realizan operaciones fraudulentas (cfr. «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119).

133. RECALDE CASTELLS define la buena fe del adquirente como la «confianza –no debida a negligencia grave– en que el transmitente es titular y tiene el poder de disposición sobre lo que pretende enajenar» (cfr. «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 398).

mos deducir que la finalidad de la irrevindicabilidad de los valores anotados es la protección de aquel que, sin mala fe ni culpa grave, ha confiado en la apariencia derivada del registro contable<sup>134</sup>.

Ahora bien, ¿cuál es la *apariencia de titularidad* ofrecida por el sistema de anotaciones? No es la apariencia ofrecida por la publicidad posesoria de los bienes materiales. Y, si se trata de la apariencia de un sistema registral, entonces lo que nos cuestionamos es si la publicidad formal del registro de anotaciones es lo suficientemente consistente como para generar en los terceros una creencia de titularidad digna de la protección que supone la irrevindicabilidad<sup>135</sup>.

Lo cierto es que tal apariencia de titularidad sí que se produce. A este respecto, conviene recordar que la protección del tercero adquirente se produce a partir del momento en que ha completado su acto adquisitivo. Para ello la transmisión de valores anotados requiere la inscripción de la transmisión a favor del adquirente y tal inscripción sólo puede tener lugar si el transmitente, en el momento de la transmisión, aparece inscrito en el registro como titular de los valores que transmite<sup>136</sup>. Por tanto, ante el tercero adquirente sí que se ha formado una apariencia de titularidad, pues deduce que si la transferencia contable de los valores<sup>137</sup> ha podido verificarse es porque éstos estaban inscritos a nombre de su transmitente, lo que significa que estaba legitimado. Lo más destacable –y, en cierto sentido, lo más conflictivo– es la coincidencia temporal que se produce entre el momento de la adquisición y el momento en que se hace evidente ante el tercero la apariencia de titularidad<sup>138</sup>. Antes de que le sean transmitidos los valores el tercero no podía verificar la titularidad de su *tradens* –salvo que ésta se haya probado por medio de un certificado de legitimación o el tercero haya desarrollado una especial labor de investigación–. Por el contrario, en el mundo de las cosas muebles la posesión

134. Desde una perspectiva teleológica, podemos observar que la irrevindicabilidad de los valores en el sistema de anotaciones en cuenta no busca sino mantener en éste los mismos o semejantes índices de *seguridad* que los existentes en otros regímenes de tráfico jurídico de bienes. En efecto, observa DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 383) que los arts. 34 LH, 545 CCom, 464 CC, 85 CCom y 19.2 LCC, de un modo u otro, vienen a proteger la confianza «en la apariencia derivada de un sistema de publicidad –registral o posesorio–».

135. DÍAZ MORENO se plantea esta duda y, de forma retórica, llega a admitir la idea –para luego desecharla– de que, *prima facie*, el art. 9.3 LMV no se fundamenta sobre el principio de la apariencia y que habría que concluir que esa norma otorga protección, sin más, a todo el que adquiere del titular registral (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 383 y 384).

136. Art. 11.3 LMV.

Por eso se afirma que «la posición del tercer adquirente se apoya no en un título o documento autónomo, como ocurre en el título-valor, sino en la inscripción registral, como ocurre con el tercero hipotecario» (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 58; *vid.* también ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 298).

Con razón afirma MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 96 y «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 98) que el punto de partida de esta adquisición es la *presunción* que establece el art. 11 LMV.

137. Exigida por el art. 9.1 LMV.

138. De ahí que se exija la buena fe precisamente *en el momento de la adquisición* (*vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1224).

permite presumir la titularidad del transmitente antes de que la tradición perfeccione la adquisición y no exclusivamente en el mismo momento en que ésta tiene lugar<sup>139</sup>. Pero, en definitiva, podemos concluir que, a pesar de su deficiente publicidad, los registros de valores anotados pueden generar apariencia ante los terceros<sup>140</sup>.

En cuanto a la *fe con que el tercero se haya dejado guiar por la apariencia*, lo que se exige es que no haya actuado con *mala fe*, lo que supone una medida menos rigurosa que la exigencia explícita de *buena fe*<sup>141</sup>. Por su parte, el artículo 34.2 LH dispone que «la buena fe del tercero se presume siempre mientras no se pruebe que conocía la inexactitud del registro». En el artículo 9.3 LMV no se contiene de modo expreso una presunción de buena fe como la del artículo 34.2 LH, pero no es muy aventurado afirmar que tal presunción alcanza también al ámbito de los valores anotados<sup>142</sup>.

Es claro que podrá reclamarse la titularidad de los valores si el tercero hubiese actuado en fraude de los acreedores de su transmitente —precisamente por la presencia de mala fe que esa situación supondría—. Pero no sólo en esa circunstancia se frustrará la adquisición del tercero, sino también cuando, aunque no exista mala fe, se pueda acusar al adquirente de actuar con culpa grave por no haber puesto una mínima diligencia en la operación<sup>143</sup>.

En cuanto al momento en el que hubo de existir la ausencia de mala fe y culpa grave, éste habrá de limitarse al *momento de la adquisición*, que en el caso de los valores anotados será el de la inscripción de la transmisión en el registro<sup>144</sup>.

Por otro lado, la fe con que actúa el adquirente ha de ser juzgada con distinto rigor en cada uno de los regímenes existentes para la transmisión de valores anota-

139. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 384 y 385.

140. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 385.

141. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 107; PAU PEDRÓN, A., «Publicidad del Registro Mercantil», *cit.*, pg. 5396.

142. Hemos de tener presente que la presunción de buena fe es un principio de nuestro ordenamiento y, respecto a su vigencia, podemos remitirnos no sólo al art. 34 LH citado, sino también a los arts. 434 y 1951 CC (cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1224; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 59).

143. MADRID PARRA (en «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 95) observa que «no basta la mera negligencia; es necesario que exista culpa lata, es decir, la omisión de la «diligencia que pondría en sus asuntos la persona menos cuidadosa y atenta» (cfr. URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho mercantil*, 15.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1988, pg. 274)». (*vid.* también *op. cit.*, pg. 98). Cfr. también MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119.

144. Observa SÁNCHEZ CALERO que existe en este punto una diferencia entre el régimen inmobiliario registral y el de los valores anotados por lo que se refiere al *momento de la adquisición*, pues, en el primero de estos regímenes, «la doctrina y la jurisprudencia, al interpretar el art. 34.1 de la Ley Hipotecaria lo refieren al momento en que se produce la tradición (que es cuando se adquiere el derecho de propiedad), sin que sea necesario que persista esa situación subjetiva del adquirente hasta el momento de la inscripción; pero esta interpretación no es posible en nuestro caso, en primer lugar, porque no se trata de que el adquirente mantenga su situación de «buena fe», sino la ausencia de mala fe o de culpa grave, y en segundo término —y quizá esta sea la razón fundamental— porque conforme el art. 9 de la LMV la tradición y la inscripción de la transmisión son hechos que se confunden» (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 107 y 108).

dos, pues es diverso el grado de contacto que se verifica entre adquirente y transmitente en unos y en otros<sup>145</sup> y, por consiguiente, es también diferente el grado de apariencia:

- En la transmisión de valores no admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, el contacto entre el *accipiens* y el *tradens*—o entre sus representantes— es directo y, por tanto, la apariencia de titularidad puede ser mayor. El adquirente puede pedir a la entidad encargada de la llevanza del registro de los valores que van a ser transmitidos que le confirme la titularidad que el transmitente dice tener sobre los valores.

- Lo mismo sucede cuando la transmisión de valores tiene lugar en *operaciones bursátiles liquidadas directamente entre las partes*—llamadas operaciones con «toma de razón»— y en las *transmisiones extrabursátiles de valores cotizados*<sup>146</sup>. En este caso también existe un contacto directo entre el transmitente y el adquirente y éste puede acudir a la entidad adherida correspondiente y comprobar la titularidad invocada y, sobre la base de lo inscrito en el registro, acogerse a la protección dispensada por el artículo 9.3 LMV.

- En las transmisiones que supongan *operaciones bursátiles sobre valores cotizados*<sup>147</sup>, la transferencia contable de los valores se efectuará a través del Registro Central gestionado por el SCLV. Siguiendo las pautas fijadas por el artículo 37 RD 116/1992, el SCLV «abonará los valores y practicará el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes Entidades adheridas». Por consiguiente, en este caso no habrá contacto directo entre las partes—como sí ocurre en los dos supuestos que acabamos de relacionar—. Por ello, de modo habitual, el adquirente no tendrá ocasión de conocer la identidad de su transmitente, pues éste es para él un sujeto anónimo. Esto hace perder consistencia a la aplicabilidad del principio contenido en el artículo 9.3 LMV, pues su enunciado hace referencia expresa a la titularidad que se deduzca de «los asientos del registro contable». En un supuesto como éste resulta difícil hablar de la buena fe del adquirente como confianza en la apariencia de titularidad que ofrece el registro<sup>148</sup>. A lo

145. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pgs. 398 a 401.

146. *Vid.* arts. 36, d) y 37 LMV y 8 a 12 RD 1416/1991, de 27 septiembre, «sobre Operaciones Bursátiles Especiales y sobre Transmisión Extrabursátil de Valores Cotizados y Cambios Medios Ponderados».

147. *Vid.* arts. 36 LMV y 1 a 7 RD 1416/1991.

148. Ante la ausencia de contacto directo entre transmitente y adquirente, algún Autor ha resuelto el problema afirmando la *imposibilidad* de que en tales circunstancias se dé una adquisición de mala fe o con culpa grave (así PAVONE LA ROSA, A., *La gestione accentrata...*, *cit.*, pg. 317—quien se pronuncia con expresión tajante: «la possibilità di un acquisto in mala fede o con colpa grave è, per tanto, per definizione esclusa»; *vid.* también pg. 318, nota 30—). También se ha resuelto llegando a entender que esta situación implica la presunción *iuris tantum* de la buena fe del adquirente, siendo el *verus dominus* quien tendrá que probar la ausencia de mala fe (*vid.* EIZAGUIRRE, J. M. de, «El régimen de las acciones...», *cit.*, pg. 91). RECALDE CASTELLS (en «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 400, nota 105) comenta la opinión de estos autores y se opone a ella, pues juzga que «una interpretación tan laxa puede suponer que se desvirtúe el sentido tradicional de la buena fe». También en contra de la opinión criticada, remite a LENER (*La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, *cit.*, pg. 29) quien, contraponiéndose especialmente a PAVONE LA ROSA, afirma que «non basta non (poter) sapere da chi si acquista per acquistare in modo incontestabile».



sumo, puede interpretarse que la buena fe se referirá al modo en que el tercero adquirente confió en el correcto funcionamiento del sistema<sup>149</sup> —pero no en la apariencia de titularidad registral, pues él no la pudo percibir—. Ahora bien, esta solución —que en sí misma puede ser válida— deja de lado el tenor literal del art. 9.3 LMV<sup>150</sup>.

Al tomar en consideración conjuntamente estos tres regímenes de transmisión, se podría concluir que existe un régimen distinto para la evaluación de la fe con que obró el adquirente dependiendo que los valores hayan sido transmitidos de un modo directo entre las partes o que, por el contrario, se hayan transmitido siguiendo las normas de un mercado secundario oficial —especialmente el mercado bursátil—. Contra este planteamiento —o, al menos, restándole parte de su fuerza— hay que tener presente, como ya hemos advertido, la redacción actual del artículo 9.3 LMV<sup>151</sup>.

### 3.2. Protección del legítimo titular.

Es obvio que la consolidación del derecho en favor del tercero adquirente deja al legítimo titular o *verus dominus* en una clara situación de agravio o perjuicio. El ordenamiento protege los intereses del antiguo titular, pero debe hacerlo respetando el derecho del tercero, que, amparado por su ausencia de mala fe y de culpa grave, se encuentra libre de responsabilidad<sup>152</sup>.

Nada dispone el artículo 9.3 LMV sobre este particular. En el desarrollo reglamentario del RD 116/1992<sup>153</sup> sí se atiende esta cuestión y se establece que quedarán «a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud haya quedado privado de los valores»<sup>154</sup>. La lógica seguida ha sido la misma que la de los artículos 545, proposición tercera, y 324 CCom<sup>155</sup>. El régimen de los valores anotados no introduce ninguna especificidad relativa al ejercicio de esas acciones y derechos.

- 
149. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 400, nota 105.
150. Esta es la solución adoptada por la doctrina alemana (*vid.* DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effekten-giroverkehr*, *cit.*, pgs. 142 y ss.) que para no rebajar los niveles de tutela del tráfico y de las adquisiciones de buena fe existentes en el régimen de los títulos-valores ha abandonado una tutela del tráfico basada en la titularidad aparente y la ha sustituido «por una protección objetiva del tráfico basada en la fiabilidad que merecen los operadores encargados en régimen de monopolio de la llevanza de las cuentas de valores anotados» (cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 401, nota 105).
151. Cfr. RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 401.
152. Comenta SANTOS MARTÍNEZ, a título de ejemplo, que el titular privado de los valores podrá dirigirse «contra el depredador que, valiéndose de malas artes, hubiera conseguido la inscripción de los valores a su favor» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 60).
153. Art. 12.3, proposición segunda.
154. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 60; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pgs. 99 y 100.
155. La actual redacción de estos artículos —conviene observar— ha sido introducida por las Disps. Adics. 9.<sup>a</sup> y 4.<sup>a</sup> LMV.

El antiguo titular también puede dirigirse contra la Entidad encargada del registro contable, si la privación de su derecho se ha debido a un error cometido por ésta. En este caso entra en juego la responsabilidad objetiva de las Entidades encargadas contemplada por los artículos 7.6 LMV y 27 RD 116/1992<sup>156</sup>. Como ya hemos visto, la Entidad encargada responderá, salvo culpa exclusiva del perjudicado, por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por inexactitudes y retraso en las mismas, o por cualquier infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros. Al dirigir su reclamación contra la Entidad encargada, el legítimo titular podrá exigir que, en la medida de lo posible, haga efectiva su responsabilidad en especie<sup>157</sup>.

### 3.3. Excepciones oponibles frente al adquirente de buena fe.

La adquisición de los valores en favor del tercero de buena fe supone una modificación en los elementos subjetivos de la relación jurídica. No obstante, hay elementos que permanecen inalterables. Concretamente, la Entidad emisora de los valores —que es el sujeto deudor de la relación— podrá seguir oponiendo frente al adquirente de buena fe las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura pública —escritura de emisión, en su caso— o con la publicación en el Boletín Oficial correspondiente<sup>158</sup>; también serán oponibles por la Entidad emisora las excepciones que hubiese podido esgrimir si los valores hubiesen estado representados por medio de títulos<sup>159</sup>.

## 4. REGIMENES ESPECIFICOS DE TRANSMISION, EN FUNCION DE QUE LOS VALORES SE ENCUENTREN O NO ADMITIDOS A NEGOCIACION EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES

La circunstancia de que los valores se encuentren o no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial influye decisivamente en el régimen transmisorio de los valores<sup>160</sup>, por afectar a un aspecto fundamental como es la inscripción

156. *Vid. supra* III.3.

Cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 96 y «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 100; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 119; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 60.

157. Así lo observa, con relación a la adquisición *a non domino*, ANGULO RODRÍGUEZ (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 298). *Vid.* también BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», *cit.*, pg. 89.

158. Sobre la escritura pública y la publicación de las características de los valores en un Boletín Oficial, *vid. supra* VI.1.1. En cualquier caso, *vid.* también arts. 6 LMV y 6 RD 116/1992.

159. *Vid.* con relación a ambos tipos de excepciones arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992.

Cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 368; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 274; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 120.

Acerca de este tipo de excepciones *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Las excepciones cambiarias», en *RDBB*, 1988, núm. 29, pgs. 7 y ss.

160. Sobre algunos aspectos relativos a la *diversidad del régimen de la transmisión de valores anotados*, atendiendo a su admisión o no en los mercados secundarios oficiales, *vid.* RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pgs. 398 a 401.

ción registral de la transmisión. La estructura de los registros contables de valores –en los que tiene que producirse la inscripción de la transmisión– es distinta dentro de los mercados secundarios oficiales y fuera de ellos<sup>161</sup>. Si la transmisión se hace efectiva cuando se produce la inscripción, ¿en qué registro tiene que verificarse la inscripción para que pueda entenderse que la transmisión ha tenido lugar?

La importancia de esta cuestión es crucial, pues sabemos que de la inscripción depende que ocurra la mutación de la titularidad jurídico-real sobre los valores. En los siguientes epígrafes vamos a analizar los diversos modos de la inscripción –y, por tanto, las distintas circunstancias en que se produce esa mutación– atendiendo al hecho de que los valores se encuentren o no admitidos en un mercado secundario oficial y distinguiendo, en su caso, el tipo de mercado en que se negocian.

#### 4.1. Transmisión de valores anotados en cuenta no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

Cuando se trata de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales la inscripción de la transmisión *se practicará por la Entidad encargada* que lleve el registro contable de la emisión en que están integrados los valores transmitidos<sup>162</sup> –art. 50 RD 116/1992–<sup>163</sup>. En estos casos la Entidad encargada de la llevanza del registro será única –será la misma para todos los valores–<sup>164</sup>. La llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales será asumida por aquella entidad que designe la emisora entre las que ostenten la condición de Sociedad o Agencia de Valores<sup>165</sup>. El régimen de estos valores será el genérico, establecido en los artículos 5 a 12 LMV y en su desarrollo del RD 116/1992, sin que sean necesarias otras exigencias específicas<sup>166</sup>.

Al hablar del negocio causal ya hemos comentado algunos de los aspectos que prevé el artículo 50 RD 116/1992 para este tipo de transmisiones. Recordemos

161. La principal diferencia es que en los mercados secundarios oficiales se sigue el sistema de registro de *doble escalón*. *Vid. supra* III.2.2.
162. Sobre las Entidades encargadas de la llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, *vid. supra* III.2.1.
163. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 42. Sobre la designación –y sustitución– de la Entidad encargada de la llevanza del registro contable de la emisión de valores anotados, *vid. arts.* 45 y 46 RD 116/1992.
164. «Pues la operativa con estos valores» –comenta MARTÍNEZ MUÑOZ, en «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 17– «no alcanzará un volumen de negociación lo suficientemente elevado como para que se necesiten sistemas más complejos» (*vid. también op. cit.*, pg. 19).
165. Arts. 7.2 y 71. g) LMV y 45 RD 116/1992. Cfr. BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 4; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 214. *Vid. sobre la simplicidad del sistema de registro de los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, frente al sistema de los valores que sí se encuentran admitidos a negociación en esos mercados, MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», cit.*, pg. 19.
166. Cfr. BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 4.

que, si a la Entidad encargada se le presenta documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de valores en el que se acredite el acto o contrato transmisivo, aquélla, ante la fehaciencia de estos documentos, deberá proceder a practicar la inscripción de la transmisión, sin entrar a examinar la certeza, validez o suficiencia del negocio traslativo<sup>167</sup>. Cuando la solicitud de inscripción de la transmisión no vaya acompañada de alguno de estos documentos la Entidad encargada procederá igualmente a la inscripción –le basta con tener constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción–<sup>168</sup>, pero, en este caso, la Entidad encargada podrá abstenerse de inscribir si supiese que no existe título verdadero, válido y bastante para producir la transmisión<sup>169</sup>. Es obligación de la Entidad encargada del registro obtener acreditación documental de la concurrencia del consentimiento del transmitente y del adquirente y se quedará con copia de los documentos acreditativos de los actos, contratos y notificaciones que se hayan precisado para la transmisión<sup>170</sup>.

Si se transmite la propiedad de valores sujetos a *derechos reales limitados o gravámenes*, la Entidad encargada, «en cuanto se practique la inscripción»<sup>171</sup>, deberá dar noticia de ella al usufructuario, acreedor pignoraticio o titular del gravamen; éstos, deberán restituir el certificado que tengan expedido a su favor, tan pronto como se les notifique la transmisión –sin perjuicio de que puedan solicitar y obtener la expedición de otro certificado nuevo– (art. 50.3 RD 116/1992)<sup>172</sup>.

Cuando se transmite una *cuota indivisa* de los valores la Entidad encargada practicará la inscripción a favor de los copropietarios resultantes, al tiempo que habrá de darse baja de esos valores en la cuenta del transmitente o transmitentes<sup>173</sup>.

167. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 124; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 210.  
MARTÍNEZ MUÑOZ, quizá sin reparar en que estos documentos atribuyen carácter indubitado no sólo a la personalidad de los contratantes, sino también a la veracidad, validez y suficiencia del título de la transmisión, cuestiona la necesidad de acudir a ellos para instrumentar la transmisión de los valores y comenta: «Este precepto se nos antoja de difícil comprensión, pues partiendo del hecho de que la Entidad encargada es única, la misma siempre conocerá a los titulares de los valores, y sería suficiente con el consentimiento del cliente a la inscripción del nuevo propietario, tal como señala el mismo artículo en su segundo párrafo» (*vid.* «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 19 y 20).
168. *Vid.* MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 19.
169. Art. 50.2 RD 116/1992.  
Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 124.  
*Vid.* MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 214.
170. Art. 50.4 RD 116/1992.  
El mismo art. 50.4 RD 116/1992 dispone que «en cuanto a la conservación de todos estos documentos se estará a lo previsto en el art. 30 del Código de Comercio».
171. Dice el art. 50.3 RD 116/1992.
172. Refiriéndose al régimen de las acciones anotadas, MEJÍAS GÓMEZ, entiende que, teniendo en consideración el contenido del art. 1866 CC, el art. 50.3 RD 116/1992 «debiera haberse redactado de forma que lo que se requiriese cuando se trate de acciones pignoradas fuera el *consentimiento* del acreedor pignoraticio y *no su conocimiento*» –el subrayado es nuestro– (cfr. «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 124).
173. Art. 50.5 RD 116/1992.

#### 4.2. Transmisión de valores anotados en cuenta admitidos a negociación en mercados secundarios.

Uno de los objetivos principales del sistema de anotaciones en cuenta es, precisamente, mejorar el régimen y la operativa de las transmisiones de valores en los mercados secundarios. El sistema seguido para el registro contable de los valores cuando éstos se encuentran admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales, como sabemos, es el de registro de doble escalón<sup>174</sup>. Esto, entre otros motivos, hace que la estructura del acto transmissivo de los valores adquiera una complejidad añadida en estos mercados.

El artículo 31 LMV hace mención de tres clases de mercados secundarios oficiales de valores<sup>175</sup>:

- a) Las Bolsas de Valores<sup>176</sup>.
- b) El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta<sup>177</sup>.
- c) Aquellos otros, de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta, que se creen en virtud de lo previsto en el artículo 59<sup>178</sup>. En ejercicio de las facultades que le concede este artículo 59 LMV, el Gobierno ha constituido los mercados oficiales de futuros y opciones<sup>179</sup>.

Sin embargo, en el apartado 5 de la Exposición de Motivos de la LMV se comenta que «es previsible que un desarrollo normal de los acontecimientos lleve a la *progresiva integración de todos los segmentos de los mercados de valores*, cosa a la que no se opone la presente Ley»<sup>180</sup>.

174. *Vid. supra* III.2.2.

175. *Vid.* SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 14; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Mercado financiero», *cit.*, pgs. 4281 y ss.

176. Los arts. 45 a 54 LMV sientan las bases del régimen específico de las Bolsas de Valores; el RD 116/1992, de 14 febrero, en una parte importante de su articulado, dedica especial atención al desarrollo de algunos aspectos relativos a la negociación de valores admitidos en Bolsa y a la compensación y liquidación de operaciones bursátiles; el RD 1416/1991, de 27 septiembre, regula las operaciones bursátiles especiales y la transmisión extrabursátil de valores cotizados.

177. Los aspectos fundamentales del régimen de este mercado se encuentran en el RD 505/1987, de 3 abril, que ha sido objeto de una amplia normativa de desarrollo, entre la que cabe destacar la OM 19 mayo 1987; más tarde otras normas, como el RD 1009/1991, de 21 junio, han procurado adaptar este Real Decreto a las prescripciones de la LMV (*vid.* SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 13).

178. El art. 59 LMV dispone: «Se faculta al Gobierno para que, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, regule la organización y funcionamiento de los mercados secundarios oficiales de valores a que se hace referencia en la letra c) del art. 31 de esta Ley. Dicha regulación se ajustará a los principios establecidos en esta Ley para las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta».

179. Regulados por el RD 1814/1991, de 20 diciembre.

180. «De todos modos» —añade el ap. 5 de la Exposición de Motivos de la LMV—, «en una fase inicial ha parecido más conveniente no excluir ninguna posibilidad a la espera de que el propio desarrollo de los mercados garantice la viabilidad de uno u otro planteamiento». *Vid.* SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 14.

## 4.2.1. TRANSMISION DE VALORES COTIZADOS EN BOLSA

Las Bolsas son el más importante de los tres tipos de mercados secundarios contemplados por la LMV<sup>181</sup>. Cuando se trate de valores cotizados en Bolsa, la transmisión se entenderá realizada cuando se produzca la inscripción en los registros contables que llevan las Entidades adheridas al SCLV; si el titular de los valores fuese una Entidad adherida, entonces la inscripción a la que nos referimos tendrá que efectuarse en los registros a cargo del SCLV<sup>182</sup>.

Conocemos la diferencia entre las Entidades adheridas miembros de la Bolsa y aquellas que no lo son, así como las distintas entidades que pueden integrar una y otra categoría<sup>183</sup>. Únicamente podrán intervenir en la negociación de los valores cotizados en una Bolsa las Entidades adheridas que sean miembro de la misma. Las otras Entidades adheridas tendrán que ejecutar las órdenes recibidas de sus clientes a través de alguno de los miembros de la Bolsa en que cotizan los valores objeto de transmisión<sup>184</sup>.

Los artículos 36 y 37 LMV permiten distinguir entre las llamadas *operaciones* de mercado secundario oficial –atribuyendo al término «operación» un significado específico– y las demás transmisiones de mercado secundario oficial. Trasladando las consideraciones de esos artículos al ámbito bursátil podemos observar:

- Tendrán la consideración de *operaciones bursátiles* tan sólo aquellas transmisiones de valores admitidos a cotización en Bolsa que se realicen por *título de compraventa*. Estas operaciones deberán realizarse con la participación obligatoria de, al menos, una entidad que ostente la condición de miembro de la Bolsa, pues, de lo contrario, serán nulas de pleno derecho<sup>185</sup>.

181. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17.<sup>a</sup> ed., *cit.*, pgs. 230 y 232.

A este respecto, parece especialmente revelador que las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción no puedan ser negociados en ningún mercado secundario organizado distinto de las Bolsas de Valores –art. 46.2. a) LMV– (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 120). Además las Bolsas también dan cabida a la negociación de valores de Deuda Pública –*vid.* OM 16 enero 1992, por la que se autoriza el sistema de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública en las Bolsas de Valores–.

*Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Bolsa de Valores», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, *cit.*, pgs. 821 y ss.

182. Art. 31.5 RD 116/1992.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 42.

183. *Vid. supra* III.2.

184. Así, MARTÍNEZ MUÑOZ (en «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 17), quien aprovecha para hacer notar la configuración de *mercados cerrados* que ha dado la LMV a los mercados oficiales.

185. Arts. 36 y 46 LMV.

Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2668; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 120.

El art. 1.2 RD 1416/1991, exige que, además de la intervención obligatoria de al menos un miembro de la Bolsa, las operaciones bursátiles se realizarán, salvo casos excepcionales, «precisamente a través de los sistemas de contratación que las Bolsas de Valores tengan establecidos» (cfr. BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 4).

- No se considerarán operaciones bursátiles, aunque tengan por objeto valores cotizados en Bolsa, las transmisiones por título oneroso distinto de compraventa y las transmisiones a título lucrativo y en ellas no será precisa la intervención obligatoria de una Sociedad o Agencia de Valores<sup>186</sup>.

El régimen de la inscripción de transmisiones derivadas de operaciones bursátiles será distinto del que resulte aplicable para la inscripción de otras transmisiones<sup>187</sup>.

En el caso de las operaciones bursátiles, conforme al modelo de registro de doble escalón, será primero el SCLV quien, en la fecha de liquidación de la operación, abonará los valores y practicará el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes Entidades adheridas<sup>188</sup>. Por su parte, la Entidad adherida en la que tenga su cuenta el adquirente, en la fecha de liquidación, abonará los valores transmitidos. El mismo día, la Entidad adherida que haya puesto a disposición del SCLV los valores vendidos, hará el correspondiente adeudo en la cuenta del transmitente<sup>189</sup>. No podrá practicarse abono o adeudo alguno en las cuentas sin que esté expedida o dada de baja la referencia de registro correspondiente, que permitirá la identificación individualizada de cada transacción<sup>190</sup>.

Dispone el artículo 37.2, *in fine*, RD 116/1992, que las Entidades adheridas procederán del mismo modo, a requerimiento del SCLV, cuando deba realizarse un préstamo de valores conforme a lo previsto en el artículo 57 RD 116/1992<sup>191</sup>.

186. Art. 37 LMV.

Cfr. ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pgs. 486 y ss.; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2666; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 123; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Comunicación de las transmisiones...», *cit.*, pgs. 189 y ss.

187. Vid. arts. 37 y 38 RD 116/1992.

188. Arts. 37.1 RD 116/1992 y 54 LMV.

En ocasiones esta función puede no ser desarrollada por el SCLV, pues, establece el art. 54.2 LMV que, respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia pueden disponer «la creación por la sociedad rectora de aquella de un *servicio propio de llevanza del registro contable y de liquidación y compensación*» (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 121).

189. Art. 37.2, proposiciones primera y segunda, RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 121.

190. Art. 32.2 y 3 RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 121.

El art. 32.1 RD 116/1992 dispone: «Para el adecuado control del sistema, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores llevará un fichero de las referencias de registro que amparen los saldos que mantengan las Entidades adheridas por cada valor. Cada una de éstas llevará también un fichero de las que correspondan a los valores inscritos en sus registros contables». Añade el párrafo tercero de este art. 32 RD 116/1992 que la composición y las reglas aplicables para la expedición de las referencias de registro —que, como hemos dicho, permitirán la identificación de cada transacción— se fijarán por el SCLV.

191. El préstamo de valores, regulado con cierto detalle en el art. 57 RD 116/1992, es un expediente previsto para asegurar la entrega de los valores a la Entidad adherida acreedora, cuando la Entidad deudora no cumpla en plazo su obligación. Corresponde al SCLV la gestión de este procedimiento.

La LMV y su normativa de desarrollo permiten distinguir varios tipos de operaciones bursátiles, todas ellas dentro de la categoría genérica de la compraventa de valores<sup>192</sup>.

El artículo 36 LMV, en función de cuál sea la forma de la participación del miembro o los miembros de la Bolsa –que necesariamente han de intervenir para que la operación no sea nula–, establece los siguientes tipos:

1.º) Transmisión realizada entre dos miembros de la Bolsa, sean Sociedades o Agencias de Valores y Bolsa, que, en función de los casos y de sus facultades, podrán actuar por cuenta propia o ajena –*vid.* arts. 36, a) LMV, 1 y 4 RD 1416/1991–<sup>193</sup>.

2.º) Transmisión entre una Sociedad de Valores y Bolsa, actuando por cuenta propia, y personas físicas o jurídicas no miembros de las Bolsas –*vid.* arts. 36, b) y 40 LMV y 3 RD 1416/1991–<sup>194</sup>.

3.º) Transmisión entre quienes no tengan la condición de miembro de la Bolsa, con la mediación, actuando por cuenta ajena, de una Sociedad o Agencia de Valores y Bolsa –*vid.* arts. 36, c) LMV y 2 RD 1416/1991–<sup>195</sup>.

4.º) Transmisión entre quienes no tengan la condición de miembro de la Bolsa y hayan convenido entre sí los términos de la operación, con toma de razón por parte de un miembro de la Bolsa, sea Sociedad o Agencia de Valores –*vid.* arts. 36, d) LMV, 5 RD 1416/1991 y arts. 2.4 y 8 OM 5 diciembre 1991, que desarrollan en este punto el RD 1416/1991–<sup>196</sup>.

Las transmisiones que deriven de operaciones liquidadas directamente por las partes –no teniendo éstas la condición de miembro de la Bolsa–, llamadas *operaciones con «toma de razón»*<sup>197</sup>, y las *transmisiones extrabursátiles de valores cotizados*, realizadas por título oneroso distinto de compraventa y por título lucrativo<sup>198</sup>, se inscribirán directamente en los registros de la Entidad adherida conforme a lo previsto en el artículo 50 RD 116/1992<sup>199</sup> –*vid.* art. 38 RD 116/1992–. Las transmisiones de

192. Si bien, comenta SÁNCHEZ CALERO (cfr. *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 250), calificar todos los contratos bursátiles como compraventa de valores «puede resultar en algunos casos discutible (en especial, en algunos tipos de contratos a plazo y de doble)». *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Contrato bursátil», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, *cit.*, pgs. 1561 y ss.

193. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 250; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 121.

194. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pgs. 250 y 251; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 121.

195. Están incluidas dentro de esta categoría las llamadas *aplicaciones*. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 251; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 121.

Entre cada Sociedad o Agencia de Valores y Bolsa y su cliente existirá un contrato de comisión bursátil (cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Comisión bursátil», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, Madrid, 1995, pg. 1123).

196. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17.ª ed., *cit.*, pg. 251; RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 399; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pgs. 121 y 122.

197. Arts. 36, d) LMV y 5 RD 1416/1991.

198. Arts. 37 LMV y 8 a 12 RD 1416/1991.

199. Es decir se inscribirán conforme a los cauces previstos para las transmisiones de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

*Vid.* también RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad...», *cit.*, pg. 399; BONET SÁNCHEZ (en «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 5) hace



4.2.2.2. *Negociación de estos valores en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y en las Bolsas de Valores.*

Podrán ser *objeto de transmisión*, dentro del ámbito que ahora analizamos, no sólo los valores que se incluyen dentro de la categoría de Deuda del Estado, sino también los valores emitidos por las Comunidades Autónomas, otras Entidades y sociedades públicas y los Organismos internacionales de los que España sea miembro<sup>208</sup>.

La negociación de la Deuda Pública anotada puede tener lugar en el *Mercado de Deuda Pública en Anotaciones* —que es su «marco natural propio para la negociación»<sup>209</sup>— y también en las *Bolsas de Valores*<sup>210</sup>.

En cuanto a la *negociación de estos valores en Bolsa*, el artículo 46 LMV contempla la posibilidad de negociar en las Bolsas de Valores aquellos que estén admitidos a negociación en otro mercado secundario oficial. El artículo 7 RD 505/1987<sup>211</sup> esta-

208. Esta ampliación del *ámbito objetivo* de aplicación del RD 505/1987 es debida a la Disposición Final 1.<sup>a</sup>, RD 1009/1991, que establece: «Las referencias contenidas en el Real Decreto 505/1987, de 3 abril, y disposiciones complementarias a los valores de Deuda del Estado, representados por medio de anotaciones en cuenta, se entenderán hechas también a los valores que, bajo esa forma de representación, emitan las Comunidades Autónomas, otras Entidades y sociedades públicas o los Organismos internacionales de los que España sea miembro, y cuya negociación en el Mercado de Deuda Pública en anotaciones haya sido autorizada por el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del emisor». (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 15).

Por lo que se refiere a la Deuda del Estado, *hoy día ya no subsiste la distinción entre Deuda del Estado y Deuda del Tesoro*, existente cuando se promulgó el RD 505/1987 —la Disp. Adic. del RD 505/1987 y el art. 1.4 de la OM 19 mayo 1987, se tomaban la molestia de distinguir entre los dos tipos de Deuda para declarar de modo explícito que ambas se incluían dentro de su ámbito de aplicación (en opinión de MARTÍNEZ GIMÉNEZ [en *La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta*, *cit.*, pg. 228, nota 33], la Disp. Adic. RD 505/1987 y el art. 1.4 de la OM 19 mayo 1987 deben considerarse derogadas por el RD 1091/1988, de 23 septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la LGP)—.

El recurso a la Deuda del Tesoro con finalidades distintas de aquella para la cual estaba prevista, comenzó a borrar la línea divisoria existente entre este instrumento y la Deuda del Estado (vid. LASARTE ALVAREZ, J., «Los Pagares del Tesoro. La Deuda Pública en el período 1979-1984», *cit.*, pgs. 409 y ss.; DE LA PEÑA VELASCO, G., «Deuda Pública y Ley de Presupuestos», *cit.*, pg. 1925). Es generalizada entre la doctrina la opinión de que la distinción entre Deuda del Estado y Deuda del Tesoro ya ha decaído (vid. *supra*, en nota al Epígrafe II.2.2.4.1., la referencia a los autores que mantienen esta opinión).

209. Así se expresa SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 18).

Cfr. también SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Mercado de Deuda Pública en Anotaciones», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, *cit.*, pgs. 4277 a 4279, donde se comentan algunos aspectos relativos a la operativa sobre los valores.

210. SANTOS MARTÍNEZ entiende que la apertura organizada de las Bolsas a la negociación de la Deuda Pública anotada es un hecho de interés evidente. «No simplemente como favorecedora de la circulación de estos» —afirma—, «sino también por lo que pueda significar respecto a la configuración y funcionalidad de los mercados españoles de valores. En definitiva, tal vez quepa advertir, por este lado, un posible paso adelante en orden a aquella «integración de todos los segmentos de los mercados de valores», que contempla la exposición de motivos de la LMV (apartado 5)». (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 18).

Vid. también GUITARD MARÍN, J., «Resolución de la DGTPE, de 23 marzo 1993 y Circular 6/1993, de 26 marzo, del Banco de España, a entidades gestoras del MDP, sobre modificaciones de las Circulares 6/1991 y 8/1991», en *DN*, 1993, núm. 32, pg. 56; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Mercado de Deuda Pública en Anotaciones», *cit.*, pg. 4280.

211. Que ha sido modificado por el art. 3 RD 1009/1991, pero que desde su anterior redacción

blece que las Bolsas de Valores gestionarán un régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública<sup>212</sup>, pero este artículo 7 RD 505/1987 traslada al Ministerio de Economía y Hacienda la facultad de autorizar dicho régimen<sup>213</sup>. Tal autorización es llevada a término por la OM 16 enero 1992<sup>214</sup>.

Serán *miembros* del sistema bursátil de Deuda Pública las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa que tengan la condición de Entidad Gestora, así como los titulares de cuentas a nombre propio<sup>215</sup>. Podrán ser *Entidades adheridas* a este régimen específico las Entidades Gestoras en cualquiera de sus modalidades –es decir, Entidades Gestoras con capacidad plena y Entidades Gestoras con capacidad restringida<sup>216</sup>– y los titulares de cuentas que cumplan las exigencias materiales y formales que comporta la adhesión a este régimen<sup>217</sup>.

Los *saldos de valores* incluidos en este régimen específico se mantendrán desglosados en las cuentas de los miembros de tal régimen en la Central de Anotaciones<sup>218</sup>.

Las Entidades y titulares adheridos participarán en los procesos de *compensación* y *liquidación*, pero serán sólo los miembros del sistema bursátil los que puedan llevar a término la *negociación* de los valores<sup>219</sup>. En íntima relación con el artículo 9 LMV, en el que se hace referencia al concepto de transferencia contable de valores, el artículo 13.4 OM 19 mayo 1987 dispone que la negociación bursátil de la Deuda Pública dará lugar a los procesos de altas y bajas en los saldos del sistema<sup>220</sup>.

La transmisión de los valores de Deuda Pública anotada –ya sea negociada en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, ya sea en las Bolsas de Valores– tendrá lugar por medio de *transferencia contable*<sup>221</sup>.

ya contemplaba la posibilidad de que la Deuda Pública anotada en cuenta sea negociada en Bolsa.

212. Vid. también arts. 12 y 13 OM 19 mayo 1987 y norma 8.ª de la Circular 6/1991, de 13 noviembre, a Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en anotaciones, que, bajo la rúbrica «Mercado bursátil de deuda pública anotada», se ocupa de este particular.
213. Vid. también art. 12.8 RD 505/1987.
214. En el núm. 2.º de esta Orden se dispone que el funcionamiento de este régimen se ajustará a lo previsto en la LMV, en el RD 505/1987, en la OM 19 mayo 1987 y en las normas específicas de este sistema de negociación – presentadas ante el Ministerio de Economía y Hacienda como documentación complementaria a la solicitud de autorización. Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 18; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 285 y, haciendo referencia a aspectos más específicos, GUTIARD MARÍN, J., «Circular 3/1993, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, sobre Normas de Contratación de Valores de Renta Fija y Régimen Específico Bursátil de la Deuda Pública Anotada», en *DN*, 1993, núm. 32, pgs. 57 y 58.
215. Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Mercado de Deuda Pública en Anotaciones», *cit.*, pg. 4277.
216. Vid. arts. 6.1 y 8.3 RD 505/1987 y art. 5 OM 19 mayo 1987. Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 16.
217. Arts. 7.2 RD 505/1987 y 12.3 OM 19 mayo 1987. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 285.
218. Art. 7.1 RD 505/1987. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 285.
219. Art. 13.4 OM 19 mayo 1987.
220. Añade el referido artículo que dicha negociación igualmente dará lugar a los *traspasos* correspondientes de o hacia el sistema bursátil de negociación de Deuda Pública, «en función de que la Entidad en cuya cuenta de terceros vayan a permanecer los mencionados saldos sea o no miembro del citado sistema».
221. Como dispone el art. 9 LMV.

La transmisión se tendrá por realizada en el momento en que se efectúe la inscripción en los registros llevados por la Central de Anotaciones o, en su caso, por las Entidades Gestoras<sup>222</sup>.

- Las transmisiones realizadas entre los miembros del mercado –titulares directos de cuentas en la Central y Entidades Gestoras<sup>223</sup>– se inscribirán en los registros llevados por la Central –arts. 5.3 RD 505/1987<sup>224</sup> y 4.3 OM 19 mayo 1987–<sup>225</sup>.

- Las transmisiones realizadas entre quienes no tengan la condición de miembro del mercado deberán inscribirse en los registros de las Entidades Gestoras que hayan intervenido en la operación como comisionistas de esas personas<sup>226</sup>; las anotaciones realizadas por las Entidades Gestoras en relación con los saldos de valores de sus comitentes –comunicados a la Central de Anotaciones y asentados por ésta– tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidas por la Central<sup>227–228</sup>.

Vid. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 18; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 285.

222. Art. 8.1 RD 505/1987.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 16.

223. Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 15.

224. El enunciado del art. 5.3 RD 505/1987, que a continuación recogemos, es muy esclarecedor: «La Central de anotaciones organizará un mercado secundario entre los titulares directos de cuentas en la propia Central y con este fin establecerá los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de éstos, velando en todo momento por la transparencia de los mismos y su correcta aplicación. *La liquidación de operaciones se efectuará mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas de la Central y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas de efectivo en el Banco de España*» –el subrayado es nuestro–.

225. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pgs. 285 y 286.

226. El servicio que prestarán las Entidades Gestoras a sus comitentes no se reduce a la negociación, compensación y liquidación de las operaciones sobre valores en el mercado secundario, sino que se extiende al mantenimiento de la Deuda Pública anotada «haciendo seguir a los titulares las liquidaciones de intereses y amortizaciones que les correspondan» –art. 6.3 RD 505/1987– (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 16).

Vid., acerca de cuál tiene que ser el registro en el que se efectúe la inscripción para que la transmisión se entienda ya realizada, MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 18.

Respecto a la necesidad de acudir a un miembro del mercado –ya sea éste el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, ya sean las Bolsas de Valores–, comenta GUIFARD MARÍN (en «Resolución...», *cit.*, pgs. 56 y 57) que podrán intervenir en el procedimiento de negociación, compensación y liquidación de Deuda Pública anotada «tanto los miembros de dichos mercados bursátiles que tengan, además, la condición de entidades gestoras, que negociarán los saldos anotados a su favor; como las entidades gestoras o titulares de cuenta del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones que no sean miembros del mercado bursátil, debiendo estos últimos actuar a través de aquéllos».

227. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 16.

228. Vid. arts. 8.1 y 6.4 RD 505/1987 y 10.10 OM 19 mayo 1987.

Observa MARTÍNEZ MUÑOZ que, antes de que el RD 1009/1991 introdujera los distintos tipos de Entidad Gestora hoy existentes, todas estas Entidades poseían cuenta propia en la Central y que la práctica comercial había llevado a que las Entidades Gestoras siempre utilizaran «la cuenta propia de la que eran titulares en todas las operaciones que realizaban, como consecuencia de que recompraban al cliente los valores, o se los vendían de su propia cartera».

Esta inscripción produce la transmisión de la propiedad del valor, pues, como ya hemos dicho, equivale a la tradición, es el modo transmisorio<sup>229</sup>.

4.2.2.3. *Tipos de operaciones de compraventa de Deuda Pública anotada. La compraventa con pacto de recompra.*

Las Entidades Gestoras podrán realizar o gestionar con sus comitentes distintos tipos de operaciones de compraventa en el mercado secundario<sup>230</sup>:

- Operaciones de compraventa simple al contado<sup>231</sup>.
- Operaciones de compraventa simple a plazo<sup>232</sup>.
- Operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija<sup>233</sup>.
- Operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista<sup>234</sup>.

La compraventa con pacto de recompra es el tipo de operación que con más detalle se ha regulado en el RD 505/1987 y la OM 19 mayo 1987<sup>235</sup>. En estas compraventas el titular de los derechos anotados los vende hasta la fecha de la amortización; pero, simultáneamente, conviene con el comprador –quien efectivamente adquiere la propiedad de los derechos transmitidos– la recompra de derechos de

---

Con la modificación efectuada por el RD 1009/1991, en las compraventas con valores de Deuda Pública admitidos a negociación en Bolsa, las Entidades adheridas no miembros de una Bolsa «no pueden utilizar su cuenta propia como “cuenta puente” a la hora de efectuar trasposos fruto de las transacciones realizadas por petición de uno de sus clientes al resto de las Entidades adheridas», pues, a tenor del art. 9 LMV, esa transferencia contable implicaría la transmisión de esos valores y, al no haber intervenido ningún miembro de la Bolsa, la operación sería nula –art. 36 LMV–, si bien habría salvar esta situación acudiendo a las formas de la compraventa con *toma de razón*; pero, llegados a este punto, parece lógico concluir que, como modo de proceder más rápido y directo, las Entidades no miembros acudan a la intermediación de las Entidades miembros para la transmisión de los valores admitidos a negociación en Bolsa (cfr. «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 18).

229. A este respecto, comenta ANGULO RODRÍGUEZ –aportando una visión distinta de la estructura interna del acto transmissivo de los valores anotados– que la inscripción registral puede calificarse como un «mecanismo propio que, con el acuse de recibo del deudor respecto de la notificación de la cesión del crédito, constituye al acreedor en una posición especialmente protegida» (cfr. «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 286).

230. Arts. 8.2 RD 505/1987 y 10 OM 19 mayo 1987.

Vid. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», *cit.*, pg. 11, donde se comenta cada uno de estos tipos de operaciones; MENDOZA VILLAR, M., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...*, *cit.* pg. 16.

231. Art. 10.3 OM 19 mayo 1987.

232. Art. 10.4 OM 19 mayo 1987.

233. Art. 10.5 OM 19 mayo 1987.

234. Art. 10.6 OM 19 mayo 1987.

235. ORTEGA destaca en este tipo de operación tres peculiaridades: «a) el comprador adquiere la titularidad del valor sobre el que ha versado la operación, y puede, a su vez, efectuar operaciones con pacto de recompra que no excedan la fecha de la operación original (...); b) la Central de Anotaciones abonará los intereses al titular de los saldos de la deuda anotada el día establecido para su pago; c) si en la fecha pactada para efectuar la recompra la Central observa que no existe saldo suficiente en la cuenta de efectivo del comprometido a recomprar, queda anulada la operación, que pasará a considerarse una venta hasta la amortización» (cfr. «Presentación», *cit.*, pg. 11).

la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha anterior a la de la amortización más próxima. En el momento de concertar la primera compraventa podrá fijarse el precio de ambas<sup>236</sup>. La Central de Anotaciones o las Entidades Gestoras, en su caso, inmovilizarán los saldos representativos de los valores transmitidos<sup>237</sup>.

Al cuestionarse por la naturaleza jurídica de la compraventa con pacto de recompra surge la posibilidad de calificarla como un tipo de préstamo con garantía o de asimilarla con la compraventa con pacto de retro<sup>238</sup>. Pero más bien parece que nos encontramos ante un contrato único en el que se engloban dos compraventas, una al contado y otra a plazo. Las dos compraventas son firmes desde que se concierta el contrato<sup>239</sup>; la adquisición de la propiedad, sin embargo, ya hemos dicho, tendrá lugar cuando se inscriba la transmisión a favor de cada una de las partes contratantes –al principio del contrato, a favor del comprador-vendedor; al final del contrato, a favor del vendedor que recompra–. La compraventa con pacto de recompra comprende dos compraventas simultáneas, aunque sujetas a plazos distintos; pero no cabe entender ninguna de ellas fuera del contrato único que las ha generado, no puede suceder que una de las ventas integrantes del contrato se lleve a cabo y la otra quede sin ejecutarse<sup>240</sup>.

## 5. LA EXIGENCIA DE INTERVENCION DE TERCERO EN LA TRANSMISION DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

### 5.1. Antecedentes normativos.

La transmisión de valores mobiliarios, hasta 1936, era una operación que se realizaba entre adquirente y transmitente sin necesidad de intervención de tercero

236. Vid. MENDOZA VILLAR, M., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...*, cit. pgs. 16 a 18; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», cit., pg. 286.

Si bien, el precio de la recompra también puede estipularse refiriéndolo al valor que presente un tipo de interés concreto en la fecha de ejecución de la compraventa inicial.

Vid. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», cit., pg. 11.

237. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», cit., pg. 286.

238. Se puede desechar la consideración de este contrato como un *préstamo con garantía*, entre otros motivos, porque en la compraventa con pacto de recompra el comprador-vendedor adquiere la propiedad de los valores, lo cual es incompatible con el art. 1859 CC, en el que se dispone que el acreedor prendario «no puede apropiarse las cosas dadas en prenda o hipoteca, ni disponer de ellas».

En cuanto a la *compraventa con pacto de retro* –regulada en los arts. 1507 y ss. CC–, hay que concluir, también, que se trata de un contrato diferente a la compraventa con pacto de recompra. En aquella el retracto o pacto de retroventa se configura como una *facultad* del vendedor. Por el contrario, en la compraventa con pacto de recompra el vendedor-comprador no es libre de ejercer la recompra, sino que desde que se concertó el contrato es ya comprador de los valores que, en el plazo fijado, le transmitirá la otra parte contratante (vid. MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», cit. pg. 17).

239. Pues el art. 1450 CC dice que existe compraventa desde que se ha convenido la cosa objeto del contrato y el precio, aunque ni la una ni el otro se hayan entregado.

Cfr. MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», cit. pg. 17.

240. Así se manifiesta MENDOZA, quien llama la atención sobre la clara analogía existente entre

alguno. En esta fase histórica del régimen de transmisión de los valores mobiliarios, la intervención o no del fedatario público quedaba encomendada a la voluntad de las partes<sup>241</sup>.

A este respecto, el Código de Comercio establecía un tratamiento diferenciado entre *títulos al portador* y *títulos nominativos*. En ambos casos la intervención de fedatario en la transmisión era voluntaria, pero en el caso de los títulos al portador tal intervención se veía incentivada, pues las transmisiones bursátiles de títulos al portador en las que concurría fedatario público llevaban aparejada irreivindicabilidad<sup>242</sup>.

Para poner freno a las expoliaciones de valores mobiliarios que se produjeron tomando ocasión del clima de inseguridad desencadenado por la conflagración bélica española, el Decreto 19 septiembre 1936 estableció que la transmisión y negociación de valores se realizara necesariamente con la intervención de Agente de Cambio y Bolsa, Corredor de Comercio o Notario<sup>243</sup>. Posteriormente, el Decreto 4 julio 1938, completó el de 19 septiembre 1936 en lo referente a las transmisiones *mortis causa* de valores mobiliarios. Estas disposiciones, que, aparentemente, habían nacido con vocación de transitoriedad —dado su carácter de *normas de guerra*<sup>244</sup>—, fueron, sin embargo, ratificadas por la Ley 23 febrero 1940, de reapertura de las Bolsas Oficiales de Comercio. El mantenimiento del régimen establecido en el Decreto de 1936 —que ha perdurado hasta la reforma introducida por la LMV— fue debido a *razones de carácter fiscal*<sup>245</sup>. Más tarde, la Orden 19 febrero 1941 exigió la

esta operación y las *dobles bursátiles* (cfr. «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.* pg. 17).

241. Cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 599.

242. Arts. 74 y 545.3 antiguos del Código de comercio de 1885.

Cfr. BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 2. Vid. GARCÍA-PITA y LASTRES, J. L., «Acciones nominativas y acciones al portador», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II, vol. 1, pg. 631.

243. El art. 1 del D. 19 septiembre 1936 dispone: «Queda prohibida la transmisión y negociación de valores públicos, industriales o mercantiles sin intervención de Agente de Cambio y Bolsa, Corredores de Comercio e intérpretes de buque o Notarios, y serán nulas las realizadas a partir del 19 de julio último sin intervención de dichos fedatarios».

Vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 599; OLIVENCIA RUIZ, M., «Ley del Mercado de Valores y Agentes mediadores del Comercio. (Nueva fase en la historia de una profesión)», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ÁNES, G./ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, *cit.*, pg. 2003; GARCÍA-PITA y LASTRES, J. L., «Acciones nominativas y acciones al portador», *cit.*, pg. 629; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título y como valor mobiliario negociable. La transmisión de acciones», en GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital...*, *cit.*, pg. 344; CACHÓN BLANCO, J. E., *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables en Bolsa*, Madrid, 1990, pg. 59; MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 94; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 28; BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 2.

244. Vid. el Preámbulo del Decreto 19 septiembre 1936, de cuya lectura se deduce una íntima vinculación a los hechos relacionados con las hostilidades del momento. Así, por ejemplo, se habla de «evitar la circulación de los títulos representativos de valores adquiridos ilegítimamente durante el dominio del Frente Popular en los territorios recuperados y que se vayan recuperando por las fuerzas del Ejército, exigir las responsabilidades que de tales hechos se deriven y facilitar la reivindicación de aquéllos a sus legítimos poseedores».

245. Que ya habían empezado a apuntar en el Decreto 4 julio 1938.

intervención de fedatario para todas las suscripciones de valores mobiliarios. Por último, el Decreto 19 septiembre 1936 y la Ley 23 febrero 1940 fueron contemplados por el «Decreto de vigencias» de 14 de diciembre de 1951 como *preceptos especiales de Hacienda* que se conservaban vigentes<sup>246</sup>.

Así quedó consagrada en nuestro Ordenamiento la intervención obligatoria de fedatario público en la adquisición de valores mobiliarios, una medida que, inicialmente, se había debido a razones de seguridad jurídica y que terminó sirviendo como un cauce de información para la consecución de los *finés recaudatorios de la Hacienda*. Desde la óptica del Derecho mercantil, la exigencia de intervención fedataria supuso violentar el régimen de transmisión de los títulos al portador, que, conforme al artículo 545.2.º CCom –en su redacción anterior a la introducida por la Disp. Adic. 9.ª LMV–, tenía lugar por la «simple tradición del documento»<sup>247</sup>.

Conforme a este estado de cosas, la aparición de la Ley 2/1981, de 25 marzo, de regulación del mercado hipotecario<sup>248</sup>, supuso una ruptura –aunque aislada y excepcional– con la obligatoria intervención de fedatario público. El artículo 22 de esta Ley flexibilizó el régimen de transmisión de los *títulos hipotecarios*, pues declaraba que estos títulos serían transmisibles sin necesidad de intervención de fedatario ni de notificación al deudor.

Igualmente, el artículo 16.1.2 de la Ley 44/1981, de 26 diciembre, de Presupuestos Generales del Estado, establecía que los *pagarés del Tesoro* podían transmitirse sin intervención de fedatario público<sup>249</sup>.

Sin embargo, el paréntesis que se había abierto para los títulos hipotecarios con la Ley 2/1981 fue cerrado con la Ley 14/1985, de 29 mayo, de régimen fiscal de determinados activos financieros. Con esta Ley el Estado volvía a traer bajo su supervisión y control la circulación de estos títulos, para que sus titulares no eludieran la labor del fisco. La Ley 14/1985 no deroga el artículo 22 de la Ley 2/1981, pero lo deja prácticamente sin contenido, pues la Disposición Adicional 4.ª.1 de la Ley de 1985 preceptúa que la transmisión de los títulos hipotecarios se verificará sin intervención de fedatario, «cuando la operación se realice a través de una Entidad financiera de las que pueden participar en el mercado hipotecario o de un fondo de regulación». El resultado final es que siempre intervendrá un tercero en la transmisión de estos títulos, ordinariamente será una entidad operadora o un fondo de regulación del mercado hipotecario y, cuando no intervenga ninguno de éstos, habrá que acudir a un fedatario público<sup>250</sup>.

## 5.2. Régimen establecido por la LMV (Disp. Adic. 3.ª.1 LMV).

La Disposición Adicional 3.ª.1 LMV rompe con el régimen establecido hasta el momento para la intervención de tercero en la transmisión de valores

246. Cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pg. 599; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», cit., pg. 344; MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», cit., pg. 94; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», cit., pg. 28.

247. Cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», cit., pg. 94.

248. Vid. también su Reglamento, aprobado por RD 17 marzo 1982.

249. Vid. CACHÓN BLANCO, J. E., *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables...*, cit., pg. 60.

250. Cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», cit., pgs. 94 y 95.

mobiliarios<sup>251</sup> disponiendo que «la suscripción o transmisión de valores sólo requerirá, para su validez, la intervención de fedatario público cuando éstos estén representados mediante títulos al portador y dicha suscripción o transmisión no se efectúe con la participación o mediación de una Sociedad o Agencia de Valores»<sup>252</sup>.

Esta medida de la Disposición Adicional 3.ª LMV se sustenta sobre la base de la reforma que la propia Ley ha introducido en los Mercados de Valores, conforme a la cual, siguiendo las tendencias de los mercados extranjeros, la figura del *agente mediador individual*—que tenía, además, la calidad de fedatario público<sup>253</sup>— se ha sustituido por *entidades financieras especializadas*<sup>254</sup>.

La Disposición Adicional 3.ª LMV establece como *norma general la no intervención de fedatario público en la transmisión de valores mobiliarios*. Como excepción a esa norma general queda el caso de las adquisiciones de títulos al portador en las que no haya intervenido Sociedad o Agencia de valores; en estos supuestos *sí* es necesaria la intervención de fedatario público<sup>255</sup>. En los demás casos<sup>256</sup> lo habitual será la intervención de una Sociedad o una Agencia de Valores<sup>257</sup>—también cabría pensar en la intervención de uno de los sujetos o entidades enumerados en el art. 76 LMV, pero esta posibilidad ha de ser desechada, ya que la Disp. Adic. 3.ª.1 LMV hace referencia expresa solamente a las Sociedades y Agencias de Valores<sup>258</sup>—. Por tanto, conforme al régimen de la LMV, en toda transmisión o suscripción de valores será necesaria la intervención de *un tercero*. De este modo se sigue asegurando la información fiscal requerida por la Hacienda. La mayoría de las veces la información será obtenida gracias a la intervención de las Sociedades y Agencias de Valores<sup>259</sup>; y *para que esa información fiscal no se pierda* es por lo que se exige la interven-

251. La Disposición Derogatoria de la LMV deja sin validez la Ley 23 febrero 1940, que ratificaba los Decretos 19 septiembre 1936 y 4 julio 1938 y que, por tanto, han de considerarse también derogados.
252. Cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 368; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 28; MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 95.
253. Vid. CANO RICO, J. R., *Mediación, Fe Pública Mercantil y Derecho Bursátil*, Madrid, 1982; FORNIÉS BAIGORRI, A., «Concepto General de la Fe Pública Mercantil», *I Seminario sobre la Fe Pública Mercantil*, Pamplona, 1975.
254. Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2671.
255. A este respecto, se observa en el núm. 6 de la Exposición de Motivos de la LMV que «el concepto de fe pública obligatoria de los agentes mediadores desaparece, *salvo en ciertos casos marginales*, tanto por lo que se refiere a la suscripción como a la negociación de valores». Vid. FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2672; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., «Acciones nominativas y acciones al portador», *cit.*, pgs. 630 y 631.
256. Vid. *infra* en este mismo epígrafe VIII.5.2, donde tratamos con más detalle las distintas formas de intervención de tercero en la adquisición de valores mobiliarios.
257. En cierto modo, la lógica seguida es similar a la que se aplicó en el caso de los títulos hipotecarios por la Ley 14/1985, antes comentada.
258. La omisión de estos intermediarios no deja de ser sorprendente, máxime cuando también pesa sobre ellos un deber de información a la Administración Tributaria de las transmisiones en que intervengan—art. 109 LMV—. Vid. una explicación del particular en DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 33.
259. Vid. art. 109 LMV, en el que se prescribe la obligación de estas entidades de comunicar a la Administración Tributaria cualquier adquisición de valores en la que hubiesen intervenido. El referido art. 109 LMV detalla que «está comunicación implicará la presentación de relaciones nominales de compradores y vendedores, clase y número de los valores transmitidos,



ción de fedatario en aquellas transmisiones de títulos al portador en las que no intervenga Sociedad o Agencia de Valores<sup>260</sup>.

Pero la reforma introducida por la LMV no ha venido a simplificar la cuestión de la intervención de tercero en la transmisión de valores mobiliarios<sup>261</sup>; incluso, son más ahora las variables que han de tomarse en consideración para determinar cómo debe formalizarse la transmisión —¿con o sin intervención de fedatario? y, en el segundo de los casos, ¿a qué entidad se debe acudir?—<sup>262</sup>.

Lo que ha quedado claro es el supuesto en el que *sí* será precisa la intervención de fedatario público: las adquisiciones —ya sean suscripciones o sean transmisiones— de *títulos al portador* en las que *no haya participado o mediado una Sociedad o Agencia de Valores*<sup>263</sup>.

En los restantes supuestos en que tenga lugar una adquisición de valores no será precisa la intervención de fedatario —si bien será posible acudir a tal intervención de forma voluntaria y la práctica así lo recomienda para aquellas situaciones en las que sea conveniente gozar del amparo de la fe pública<sup>264</sup>—. Resumidamente, estos supuestos son: las adquisiciones de valores anotados en cuenta, las adquisiciones de títulos nominativos y las de títulos al portador en las que haya intervenido Sociedad o Agencia de Valores.

Teniendo presentes estos principios generales, podemos pasar a ver, con más detalle, cómo queda configurado este aspecto de la estructura del acto de adquisición de los valores mobiliarios.

---

precios de compra o venta, fecha de la transmisión y *número de identificación fiscal del adquirente y transmitente*» —el subrayado es nuestro—.

Vid. DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 30.

260. Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., «Acciones nominativas y acciones al portador», *cit.*, pg. 631; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 29.

261. DÍAZ MORENO comenta que es éste «un asunto que ha permanecido siempre bajo el signo de la confusión. Y éste parece ser su destino, porque la Ley del Mercado de Valores (...) no ha logrado despejar completamente la cuestión» (cfr. «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 28).

262. Deberá tenerse presente cuál es la forma de representación del valor —valores anotados, títulos al portador, títulos nominativos—; también habrá de considerarse si el valor es negociado o no en un mercado secundario oficial y, en caso afirmativo, en cuál de ellos; será también determinante el título por el que se ha efectuado la transmisión —compraventa, título oneroso distinto de la compraventa, título gratuito—.

263. Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», *cit.*, pg. 345; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 28; BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 3; MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 95; FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», *cit.*, pg. 2673.

264. BONET SÁNCHEZ llama la atención sobre las diferencias existentes entre la intervención de fedatario —Corredor de Comercio o Notario— y la intervención de Sociedad o Agencia de Valores. En el primer caso la intervención atribuye al documento de transmisión el carácter de *documento público*, da *fuerza ejecutiva al negocio jurídico* de transmisión, el *fedatario asume obligaciones* de comprobación de la regularidad de la operación, etc.. En el segundo caso el documento tiene la consideración de documento privado y no quedan especificadas cuáles son las obligaciones que asumen las entidades que intervienen en las transmisiones (cfr. «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pgs. 3 y 4). Cfr. también DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 29.

a) En la transmisión de *valores anotados en cuenta* el tercero interviniente será la *Entidad encargada del registro contable*, pues la mutación de la titularidad real sobre los valores no tendrá lugar hasta que no se verifique la inscripción registral de la transmisión<sup>265</sup>. Si las partes quieren, podrá intervenir un fedatario público, cuya actuación –aunque no es exigida por la ley– será de gran utilidad, ya que, al formalizar en documento público el negocio de adquisición de los valores, cuando la Entidad encargada haya de proceder a su inscripción no podrá entrar en la calificación de dicha adquisición en los aspectos amparados por la fe pública<sup>266</sup>.

La determinación de la Entidad que asuma la llevanza del registro y que, por tanto, intervenga como tercero en la adquisición, dependerá de que los valores se encuentren admitidos a negociación o no en un mercado secundario oficial. Cuando los *valores no se encuentren admitidos a negociación en un mercado secundario oficial*, el tercero interviniente, como encargado de la llevanza del registro, será una Sociedad o Agencia de Valores<sup>267</sup>. Si los valores se encuentran *admitidos a cotización en las Bolsas de Valores* el registro contable será llevado por el SCLV de modo conjunto con las Entidades adheridas a éste<sup>268</sup> –cuando los valores coticen tan sólo en una Bolsa, el registro podrá ser llevado por un servicio constituido al efecto por la Sociedad Rectora de la Bolsa, si la Comunidad Autónoma en que ésta radica tiene competencia en la materia y dispone la creación de tal servicio (arts. 7 y 54 LMV)–<sup>269</sup>. Si los valores están *admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones*, el registro contable se llevará por la Central de Anotaciones –que se hará cargo del registro central– junto con las Entidades Gestoras<sup>270</sup>.

b) En las adquisiciones –sean originarias o derivativas– de *títulos nominativos* intervendrá la propia *entidad emisora* de los títulos, que deberá anotar la adquisición en su *libro registro*. En estos casos la intervención fedataria es voluntaria, pero de gran utilidad, por la seguridad que proporciona a la entidad emisora de los títulos a la hora de comprobar la regularidad de las transmisiones<sup>271</sup>. La Administración Tributaria podrá acudir a esos libros para obtener la información que necesite a efectos fiscales<sup>272</sup>.

265. Arts. 9 y 10 LMV.

*Vid. supra* VIII.1.2.1.

266. *Vid.* arts. 1218 y concordantes CC.

Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», *cit.*, pg. 346.

267. Arts. 7.2 LMV y 45 RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 95; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 29.

268. *Vid.* arts. 76 y 71 LMV.

269. Cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 95; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 29.

270. Art. 7.4 LMV.

Cfr. MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», *cit.*, pg. 95; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 29.

271. Cfr. BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», *cit.*, pg. 3.

272. Cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 600; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 30; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 51.

*Vid.*, con relación a las acciones nominativas –no cotizadas en Bolsa–, arts. 55 y 56 LSA.

Los valores representados por medio de títulos nominativos pueden ser negociados en un mercado secundario oficial, si bien ese mercado solamente podrá ser las Bolsas de Valores, pues por disposición del artículo 46, b) LMV no es posible que los valores representados en forma de *títulos* sean admitidos a negociación en ningún otro mercado secundario oficial distinto de éste<sup>273</sup>. Cuando los títulos nominativos sean cotizados en Bolsa el Fisco cuenta como cauce de información con las entidades que intervengan en la negociación de los valores.

c) El centro de atención de la cuestión que estamos tratando son los valores representados por medio de *títulos al portador*. En ellos la información fiscal está también asegurada. Cuando son cotizados en Bolsa será la intervención de *Sociedad o Agencia de Valores* la que facilite la información<sup>274</sup>. Y cuando no hayan intervenido estas Entidades será la obligatoria intervención de fedatario público la que asegure el control fiscal<sup>275</sup>.

\* \* \*

Cuando los valores son negociados en mercados secundarios, el título de la transmisión influye decisivamente en la cuestión que estamos analizando.

Si la transmisión se verifica por título de compraventa tendrá la consideración de operación de mercado secundario y será preceptiva la intervención de, al menos, una entidad que tenga la condición de miembro del mercado, pues en caso contrario la operación sería nula<sup>276</sup>. La intervención de fedatario en estas transmisiones tendrá tan sólo carácter voluntario. Ahora bien, tratándose de operaciones concertadas entre quienes no tengan la condición de miembro del mercado, en las que el miembro interviene tan sólo para la *toma de razón* de la operación<sup>277</sup>, la intervención de fedatario público –Notario o Corredor de Comercio– será de gran utilidad, por revestir al acto de la transmisión de las garantías de la fe pública<sup>278</sup>.

Las transmisiones de valores que se efectúen por título distinto de la compraventa –sea título oneroso o título lucrativo– no tendrán la consideración de operaciones de mercado secundario, por lo que no será exigible la intervención obligatoria de un miembro del mercado, aunque sí que será necesario que se notifique la transmisión a los órganos rectores del mercado en el que se hallen admitidos a

273. A su vez, hemos de tener presente que esos valores no podrán ser ni acciones, ni obligaciones, pues cuando estos valores son negociados en un mercado secundario oficial –que es la Bolsa, según acabamos de señalar–, forzosamente tendrán que representarse por medio de anotaciones en cuenta –Disp. Adic. 1.<sup>ª</sup>5 LSA–.

274. Vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pg. 600.

275. Cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pg. 600; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», cit., pg. 30; BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», cit., pg. 3.

276. Art. 36.1 LMV.

277. Art. 36, d) LMV.

278. Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», cit., pgs. 346 y 347; MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», cit., pg. 95.

negociación los valores<sup>279</sup>. Esta notificación a los órganos rectores del mercado hace innecesaria la intervención de fedatario público, por lo que al aseguramiento de la información fiscal se refiere; pero, por las razones que venimos exponiendo, sigue siendo de gran utilidad el recurso a la intervención de estos sujetos<sup>280</sup>.

### 5.3. Inobservancia de la exigencia de intervención de fedatario público o Sociedad o Agencia de Valores.

#### 5.3.1. ESTADO DE LA CUESTION DURANTE EL REGIMEN ESTABLECIDO POR EL DECRETO 19 SEPTIEMBRE 1936. SOLUCIONES JURISPRUDENCIALES

El debate sobre esta cuestión puede identificarse con el que se produjo en torno a la intervención de fedatario exigida por el Decreto 19 septiembre 1936<sup>281</sup>.

Puesto que los términos de la discusión son tan próximos, bien puede entenderse que la solución entonces alcanzada sea también ahora sostenible. En aquella ocasión se concluyó que el fedatario público debía intervenir en el momento de la tradición de los valores. La intervención de fedatario afectaba tan sólo a la eficacia del *negocio de transmisión*, pero no a la validez del *negocio causal u obligacional*—que, si se hubiese concertado sin intervención fedataria, en un momento anterior a la *traditio*, no por ello debiera considerarse inexistente<sup>282</sup>—. Es decir, el negocio causal será válido mientras reúna los requisitos exigidos por el artículo 1261 CC<sup>283</sup>. Si no concurre la intervención de fedatario público, esto sólo afectará a la *eficacia* del

279. Art. 37 LMV, que ha sido desarrollado reglamentariamente por el RD 1416/1991, de 27 septiembre.

Vid. ARRANZ PUMAR, G., *Comunicación sobre transmisiones de valores*, cit., pgs. 58 y ss.

Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», cit., pg. 347; MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», cit., pg. 95.

280. La posible intervención de fedatario público en este tipo de transmisiones encuentra su reflejo en una de las formas de notificación de la transmisión previstas en la Circular 1/1995, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid—cfr. norma primera, ap. 2, de la referida Circular, en la que se afirma: «Cuando el acto o contrato transmisivo se haya realizado con intervención de fedatario público o con la mediación de Sociedad o Agencia de Valores o de entidad que pertenezca a alguna de las categorías del art. 76 de la Ley del Mercado de Valores...»— (vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Comunicación de las transmisiones...*, cit., pg. 192).

No obstante el carácter potestativo que la ley confiere a la intervención de fedatario, GARCÍA JIMÉNEZ plantea la posibilidad de que esa intervención sea siempre exigible en las transmisiones por título distinto de compraventa (vid. *La transmisión de valores negociables de emisión conjunta*, en *Boletín del Ilustre Colegio Notarial de Granada*, núm. 96, 1988, pgs. 2133 y ss.).

281. Vid. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Efectos de la intervención de los fedatarios públicos sobre el régimen tradicional de la circulación de los títulos al portador», en *II Seminario de Estudios sobre la Fe Pública Mercantil*, Sevilla, 1976, pgs. 36 y ss.

282. La efectividad del contrato no depende, para quienes lo concertaron, de la presencia de funcionario o mediador de ninguna clase (vid. STS 8 febrero 1988 [RJ 1988, 766]).

283. Vid. la opinión de URÍA, en GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J./URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3.ª ed., Tomo I, Madrid, 1976, pg. 404; BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pg. 599; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», cit., pgs. 344 y 345; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», cit., pg. 32; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., «Acciones nominativas y acciones al portador», cit., pg. 630.

negocio de transmisión<sup>284</sup> –pero no a la existencia o validez del negocio obligacional<sup>285</sup>, ya que tal intervención no tiene el carácter de requisito *ad solemnitatem*<sup>286</sup>–.

La intervención fedataria afecta al *modo*, a la *traditio*, pero no al negocio causal. Precisamente, es en virtud de la existencia de ese vínculo obligacional por lo que el adquirente puede exigir al transmitente que cumpla ante fedatario público aquello a lo que se ha comprometido<sup>287</sup>.

En alguna ocasión, el Tribunal Supremo ha interpretado la exigencia de intervención de fedatario como un requisito esencial para que el negocio causal sea válido<sup>288</sup>. Pero es dominante en la jurisprudencia del alto Tribunal la opinión contraria, distinguiendo dos momentos en la transmisión de los valores mobiliarios: el de la formalización del contrato, para cuya validez no es necesaria la intervención de fedatario; y el de la ejecución de la transmisión, para la cual sí se precisa la intervención fedataria. En favor de esta tesis el Tribunal se ha manifestado reiteradamente<sup>289</sup>.

### 5.3.2. ORIENTACION SEGUIDA POR LA DISPOSICION ADICIONAL 3.ª.1 LMV

Bajo el régimen establecido por la Disposición Adicional 3.ª.1 LMV no cabe duda que la finalidad de la intervención de fedatario o Sociedad o Agencia de Valores no afecta a la existencia del negocio causal, sino que, por lo que a esta Disposición se refiere, tiene como fundamento facilitar al Fisco la información que precisa<sup>290</sup> y sólo es necesario que concurra en el momento de la tradición de los valores<sup>291</sup>.

284. Sin la intervención del mediador la transmisión no sólo se ve privada de la irrevindicabilidad que, en otro caso, le asignaría el art. 545 CCom, sino que, además, será radicalmente nula (STS 8 febrero 1988 [RJ 1988, 766]); aunque tal sanción –dice la referida sentencia–, por su carácter excepcional, no se extiende al convenio que le sirvió de antecedente a la transmisión, que produce todos sus efectos entre quienes lo suscribieron y sus herederos, que recíprocamente pueden compelerse a formalizarlo.

285. Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», *cit.*, pg. 345.

286. *Contra* GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Tratado de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1955, pgs. 735 y 736.

287. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 32.

288. *Vid.* STS 6 octubre 1956 (RJ 1956, 3179).

289. *Vid.* SSTS 21 marzo 1925, 19 diciembre 1946 (RJ 1946, 1411), 13 abril 1957 (RJ 1957, 1953), 13 octubre 1959 (RJ 1959, 3951), 20 abril 1969, 4 febrero 1971 (RJ 1971, 531), 21 febrero 1986 (RJ 1986, 934), 8 febrero 1988 (RJ 1988, 766), 30 enero 1989.

290. Si bien es cierto que tal intervención tendría su razón de ser aunque no fuese impuesta por el Ordenamiento, pues contribuye a evitar irregularidades en el negocio causal y, por eso, como ya hemos observado, en la práctica se acude a los servicios de fedatario público incluso en los casos en los que la Disp. Adic. 3.ª.1 LMV no lo exige.

291. *Vid.* BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 600; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público...», *cit.*, pg. 32; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», *cit.*, pgs. 347 y 348.

## 6. DOS SUPUESTOS PARTICULARES

## 6.1. Transmisión de valores anotados en cuenta que tengan naturaleza de bienes gananciales.

Los artículos 1375 y 1377 CC se refieren a la necesidad de que los cónyuges actúen conjuntamente cuando procedan a la gestión o disposición de bienes gananciales. Pero, cuando estos bienes sean dinero o títulos-valores, dispone el art. 1384 CC que serán válidos los actos de administración y de disposición realizados por el cónyuge *a cuyo nombre figuren o en cuyo poder se encuentren* —sin necesidad de consentimiento del otro cónyuge—<sup>292</sup>.

El artículo 1384 CC sólo hace mención expresa del dinero y de los títulos-valores, pero cabe pensar que también resulte aplicable, de forma analógica, a las transmisiones de valores anotados en cuenta<sup>293</sup>.

La finalidad del artículo 1384 CC es doble. Por un lado busca la *protección de los terceros* que confían en la apariencia creada por el hecho de que unos bienes figuren a nombre del cónyuge que realiza el acto de disposición sobre ellos. Por otro lado, la norma procura *agilizar el tráfico* del dinero y de los títulos-valores, pues el tercero adquirente se ha visto libre de la exigencia de investigar o comprobar la titularidad conforme a la cual se le han transmitido esos bienes.

La aplicación analógica<sup>294</sup> de este precepto a los valores anotados en cuenta no parece violentar en absoluto la lógica de la norma<sup>295</sup>, más bien al contrario, toda vez que las anotaciones en cuenta, en gran medida, se encuentran cubriendo

292. Vid. PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., «Comentario a los artículos 1384 y 1385 del Código Civil», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II, Madrid, 1993, pgs. 738 y ss., esp. 740; BLANQUER UBEROS, R., «Reflexiones acerca de la influencia del régimen de gananciales en la capacidad y responsabilidad de cada cónyuge», en *RDN*, 1981, pgs. 7 y ss. y «La idea de comunidad en la sociedad de gananciales», en *RDN*, 1982, pgs. 7 y ss.

293. Como *presupuestos* para que pueda plantearse la aplicación del art. 1384 CC —comentan DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO, en «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 334— deberá suceder —en primer lugar— que los valores anotados «tengan atribuido el carácter de bienes gananciales, sea en aplicación de los arts. 1347 y siguientes del CC o por virtud de la presunción legal de ganancialidad contenida en el art. 1361 CC» y que —en segundo lugar— los valores aparezcan inscritos en el registro contable nombre de uno sólo de los cónyuges. En cambio, si los valores figuran inscritos «en condominio a nombre de ambos esposos (...), la regla de codisposición es de aplicación salvo que exista pacto diferente en las capitulaciones matrimoniales» (*op. cit.*, pg. 334).

294. Conforme al art. 4.1 CC.

295. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 52; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», *cit.*, pg. 344; DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pgs. 334 y 335; PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., *Derecho de familia*, Madrid, 1989, pgs. 271 y 272.

Por el contrario, PARICIO SERRANO entiende que el art. 1384 CC no es susceptible de ser aplicado a los valores anotados en cuenta, si bien considera que el art. 1385.1 CC puede llevar también a admitir la facultad de disposición individual del cónyuge titular, en los términos que aquí comentamos (cfr. *La evolución del título-valor...*, *cit.*, pgs. 687 y 688).

el puesto que antes ocupaban los títulos-valores<sup>296</sup>. La interpretación literal de la norma no parece, en este caso, un contraargumento muy sólido, pues, en efecto, el artículo comentado no hace mención de los valores anotados, pero no podía ser de otro modo, ya que esta forma de representación de los valores no existía en el momento en que se redactó el artículo 1384 CC. Es por eso más acertado admitir la aplicación de este artículo partiendo de una interpretación analógica del precepto<sup>297</sup>: interesa facilitar la circulación ágil de los valores anotados, igual que se ha hecho con la circulación del dinero y de los títulos-valores<sup>298</sup>.

A lo dicho podemos añadir que el artículo 1384 CC también debe considerarse aplicable a las situaciones en que se cuestione la validez de la constitución de derechos reales limitados sobre valores gananciales anotados en cuenta<sup>299</sup>.

## 6.2. Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones anotadas en cuenta.

Cuando el artículo 63 LSA se refiere a las restricciones a la libre transmisibilidad<sup>300</sup>, dispone que sólo serán válidas frente a la sociedad estas restricciones cuando

296. En relación con esta cuestión comentan DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO (en «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 336) cómo «la relevancia y trascendencia de que goza (...) la circulación de valores anotados es igual, si no superior, a la de los títulos-valores. Por consiguiente, las medidas de protección y agilización de su tráfico deben también ser análogas».
- Observan también estos Autores que, a pesar de las claras diferencias existentes entre los títulos-valores y las anotaciones en cuenta por lo que al *mecanismo de representación* se refiere, la diferencia no es tanta en cuanto al «sentido y función últimos de su disciplina» (*op. cit.*, pg. 337); *vid.* también, sobre esta cuestión, con más referencias bibliográficas, DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 376 a 378.
297. *Contra*, ANGULO RODRÍGUEZ entiende que es demasiado *forzada* la interpretación que lleva a predicar la *aplicación analógica* del art. 1384 CC a los valores anotados (*vid.* «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», *cit.*, pg. 305). Este Autor incluye los valores anotados dentro de la categoría de los *títulos-valores en sentido amplio* y, desde esa concepción –que, a nuestro entender, no puede ser compartida–, resuelve el problema de la disposición individual de valores anotados con naturaleza ganancial afirmando la posibilidad de una *interpretación literal* del art. 1384 CC (*vid. op. cit.*, pg. 305 y pg. 268, donde se hace referencia a las opiniones de los Autores partidarios de una línea evolutiva en la concepción de los valores anotados en cuenta).
298. *Vid.* DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pgs. 334-335. «La interpretación correcta debe partir de la *ratio* o finalidad de la norma que es, no lo olvidemos, el criterio fundamental de interpretación de acuerdo con el art. 3.º CC» (*cf. op. cit.*, pg. 335). Y, en otro lugar, afirman, refiriéndose al art. 1384 CC: «no se trata de una norma vinculada estrechamente a la forma de representación documental, sino a la función que cumplen los títulos-valores en el tráfico; función que, como hemos tenido ocasión de repetir, es análoga a la de los valores representados en anotaciones en cuenta» (*op. cit.*, pg. 338).
299. *Cfr.* DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 339.
300. Acerca de las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 15.ª ed., *cit.*, pgs. 219 y 220; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pgs. 247 y ss. y *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, 2.ª ed., Madrid, 1985; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 225 y ss.; PEDROL RIUS, A., «Cláusulas estatutarias restrictivas de la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas», en *RDP*, 1949, pg. 717; BALLARÍN MARCIAL, A., «Restricciones estatutarias a la transmisión de acciones. Validez y clases», en GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991, pgs. 123 y ss.; LOJENDIO OSBORNE, I., «La acción. Documentación y

«recaigan sobre acciones nominativas y estén expresamente impuestas por los estatutos»<sup>301</sup>. Esta alusión explícita a las acciones nominativas, únicamente, parece excluir no sólo a las acciones representadas por títulos al portador, sino también a las anotadas en cuenta, pues la categoría *acciones nominativas* está identificada con la representación por medio de títulos-valores<sup>302</sup>.

Sin embargo, la transmisibilidad de las acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta puede someterse a restricciones<sup>303</sup>, pues la aparente exclusividad del artículo 63 LSA puede solventarse si se toma en consideración la remisión efectuada por el artículo 60.2 LSA al artículo 52 LSA.

Veamos. En el artículo 52 LSA se hace mención de los distintos supuestos en los que los títulos de las acciones deberán adoptar obligatoriamente forma nominativa; entre dichos supuestos se encuentra el caso de que la transmisibilidad de los valores «esté sujeta a restricciones». Por su parte, el artículo 60 LSA, al ocuparse de la representación de acciones mediante anotaciones en cuenta, observa que esta modalidad de representación «podrá adoptarse en los supuestos de nominatividad obligatoria previstos por el artículo 52»<sup>304</sup>. De la lectura conjunta de estos artículos

transmisión», *cit.*, pgs. 243 y ss.; ANGULO RODRÍGUEZ, L. DE, «Supresión de cláusulas restrictivas de la circulación de las acciones, mediante modificación estatutaria aprobada por mayoría», en *RCAG*, 1973, núm. 95, pg. 605; TARRAGONA COROMINA, M., «Pactos restrictivos a la libre transmisibilidad de acciones», en *AAMN*, XXXI, 1992, pgs. 63 y ss.; GARCÍA RUBIO, J. L., «Las cláusulas estatutarias restrictivas en las sucesiones *mortis causa*», en *RDM*, 1950-2, pg. 83; BATAJISTA MONTERO-RÍOS, J., «Las restricciones a la transmisibilidad *mortis causa* de las acciones mercantiles», en *RDN*, 1959, núm. 24, pg. 53; GARCÍA LUENGO, R. B., «Limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVARDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La Fundación*), *cit.*, pgs. 167 y ss.; PETIT LAVALL, M. V., «Acciones de sociedades anónimas, limitaciones a la libre transmisibilidad de acciones y aumento de capital mixto, con recursos propios y ajenos», en *RGD*, 1990, núm. 559, pgs. 3076 y ss.

301. *Vid.* también art. 123 RRM.

Cfr. LOJENDIO OSBORNE, I., «La acción. Documentación y transmisión», *cit.*, pgs. 244 y 245.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ observa que desde el 1 de enero de 1990 –fecha de entrada en vigor de la nueva regulación de sociedades anónimas– han perdido eficacia las restricciones estatutarias que hasta aquel momento se hubiesen establecido en relación con las acciones al portador (cfr. «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 369).

302. Sobre esta cuestión se pronuncian DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO: «Desde luego, las acciones nominativas son títulos-valores, ya que la LSA se refiere a ellas siempre considerándolas como títulos, lo que nos permite plantear dudas sobre la eficacia frente a la sociedad de limitaciones a la libre transmisibilidad que versen sobre acciones representadas mediante anotaciones en cuenta» –dudas que, como veremos, estos Autores terminan resolviendo en favor de la eficacia de dichas limitaciones– (cfr. «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pgs. 339 y 340).

303. En favor de esta postura, *vid.* VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La documentación de la posición de socio», *cit.*, pgs. 333 y 334 y «Restricción a la libre transmisibilidad de acciones», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, *cit.*, pg. 5970; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 234 y 235 y 242; DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 340; ALONSO ESPINOSA, F. J., «Configuración estatutaria de las acciones...», *cit.*, pg. 5541.

Contra *vid.* SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título...», *cit.*, pg. 423; LANZAS GALVACHE, *Comentarios prácticos a la Ley de Sociedades Anónimas y Reglamento del Registro Mercantil en lo aplicable a dicho tipo societario*, Madrid, 1991, pgs. 120 y 121.

304. *Vid.* VELASCO SAN PEDRO, L. A., «Restricción a la libre transmisibilidad de acciones», *cit.*, pg. 5970.



puede concluirse que la representación por medio de anotaciones es válida en algunos supuestos en que las acciones se someten a cláusulas restrictivas de su transmisibilidad<sup>305</sup>.

Otro argumento, de bastante contundencia, nos lo ofrece el hecho de que las acciones afectadas por prestaciones accesorias, cuya transmisibilidad, en principio, se encuentra sujeta a restricciones<sup>306</sup>, son susceptibles de representación por medio de anotaciones en cuenta<sup>307</sup>, lo que nuevamente nos conduce a deducir que no hay incompatibilidad entre las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones y su representación por medio de anotaciones en cuenta<sup>308</sup>.

*En la anotación contable no se consignará la circunstancia de que la transmisibilidad de la acción se encuentre limitada*<sup>309</sup>. Para comprender este hecho hay que tener presente que la limitación de la transmisibilidad, cuando concurre, es una cláusula estatutaria que afecta a todas las acciones de una misma clase, no puede ser que la limitación afecte tan sólo a unas acciones y a otras no<sup>310</sup>. Por eso no es preciso que la limitación se consigne en la anotación en cuenta, pues ya consta en los estatutos de la sociedad y en la escritura pública depositada en la Entidad encargada del registro<sup>311</sup>.

305. Vid. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 174 y 175.

306. Art. 65 LSA.

Hemos de observar que, aunque la norma general del art. 65 LSA es que la transmisión de estas acciones exija autorización de la sociedad, este mismo artículo contempla la posibilidad de que *por disposición de los estatutos* se liberen las acciones con prestaciones accesorias de esta restricción en su transmisibilidad.

307. Art. 60.2 *in fine* LSA.

En el que se dispone que «cuando las acciones no hayan sido enteramente desembolsadas o cuando lleven aparejadas prestaciones accesorias, tales circunstancias deberán consignarse en la anotación en cuenta».

308. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pgs. 340 y 341.

Vid. también *op. cit.*, pgs. 340 y 341 en letra pequeña, donde estos autores –aunque finalmente se inclinan por la admisión del sometimiento de las acciones anotadas a restricciones en su transmisibilidad– toman en consideración argumentos contrarios a la tesis por ellos mantenida. Valoran, fundamentalmente, la posibilidad de que las restricciones a la libre transmisibilidad afecten sólo a las prestaciones accesorias, mientras que queda libre la transmisibilidad de las propias acciones anotadas; pero terminan desechando este argumento y remiten en apoyo de su postura a LÓPEZ SÁNCHEZ, M. A., «La configuración estatutaria de las prestaciones accesorias en la sociedad anónima», en ALONSO ÚREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVARDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), *cit.*, pg. 846 y BARBA DE VEGA, J., *Las prestaciones accesorias en las sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid, 1984, pgs. 441 y ss.

309. Vid. art. 60.2 LSA.

DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO llaman la atención sobre el hecho de que en el art. 60.2 LSA «no se mencione, entre las circunstancias que deben consignarse en la anotación en cuenta, que la transmisibilidad de las acciones se encuentre restringida» (cfr. «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 343).

310. Art. 49.1 LSA.

311. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 175.

Por otro lado, DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO intentan explicar la falta de consignación de la restricción de la transmisibilidad en la anotación en cuenta argumentando que «el sistema de anotaciones en cuenta está pensado y diseñado, primordialmente, para aquellos valores que están destinados a ser negociados en mercados secundarios oficiales. Por tanto, al no admitirse la negociación bursátil de las acciones cuya transmisibilidad esté limitada, segura-

Para valorar la amplitud de los márgenes dentro de los cuales es admisible establecer cláusulas estatutarias limitando la transmisibilidad de las acciones anotadas, hemos de tener presente lo preceptuado por la Disposición Adicional 1.ª.4 RD 291/1992, en la que se establece que «los valores que vayan a ser objeto de *admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad*».

Parece razonable que los valores admitidos a negociación en mercados secundarios no puedan verse afectados por cláusulas limitativas de su transmisibilidad, pues, de lo contrario, la dinámica de estos mercados se vería muy entorpecida, especialmente por lo que se refiere a la agilidad en la circulación de los valores.

La admisión a negociación en un mercado secundario, cuando se trata de acciones, no es otra sino la admisión a cotización en Bolsa, pues las acciones –y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción– no pueden ser negociadas en ningún mercado secundario organizado distinto de las Bolsas de Valores<sup>312</sup>. Por consiguiente, de la lectura conjunta de estas disposiciones<sup>313</sup> se deduce que *cuando las acciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta sólo podrá someterse a restricciones su transmisibilidad si no cotizan en Bolsa*<sup>314</sup>.

Cabe, sin embargo, plantear una cuestión problemática. Si, a pesar de existir una restricción estatutaria, se produjese una transmisión de acciones, si el nuevo titular consiguiese la inscripción registral de la transmisión a su favor, en principio, se encontraría legitimado frente a la sociedad<sup>315</sup>. Para evitar que llegue a producirse esta situación, la Entidad encargada del registro deberá ejercer una función de control de las normas estatutarias sobre la transmisibilidad de las acciones e impedirá la inscripción cuando la transmisión se pretenda efectuar contrariamente a las cláusulas estatutarias restrictivas<sup>316</sup>.

mente no se tuvo presente aquella posibilidad» (cfr. «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 343).

Advierte, sin embargo, VELASCO SAN PEDRO (en «Restricción a la libre transmisibilidad de acciones», *cit.*, pg. 5970) que «por analogía con lo que dispone el art. 60.2 LSA, respecto a los supuestos de acciones no desembolsadas o que lleven aparejadas prestaciones accesorias, deberá dejarse constancia de la restricción en la correspondiente anotación en cuenta».

312. Art. 46.2, a) LMV.

Cfr. también Disp. Adic. 1.ª.5 LSA y Disp. Adic. 1.ª.4 RD 291/1992.

Vid. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 234 y 235, nota 159, 240, 241 y 242; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 47.

313. Disp. Adic. 1.ª.4 RD 291/1992, art. 46.2, a) LMV y Disp. Adic. 1.ª.5 LSA.

314. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 47; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 175 –texto y nota 48–, 234, 235 y 240.

Igualmente, cuando las acciones estén representadas por medio de *títulos nominativos*, sólo podrá limitarse su transmisibilidad cuando no sean cotizadas en Bolsa.

315. Vid. art. 11 LMV, en el que se contempla el principio de legitimación registral.

316. Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pgs. 341-343.

Estos autores llegan a detallar que tipo de acreditación podría solicitar la Entidad encargada del registro y sugieren que «bastaría, seguramente, una comunicación de la sociedad, pero también la demostración por el adquirente de que la transmisión no se halla restringida, que han transcurrido dos meses sin contestación –prueba difícil– en el caso de cláusulas de

Esta función de control es la que ejercen los administradores de la sociedad con relación a las acciones nominativas, autorizando o denegando su transmisión –art. 63.3 LSA– y rechazando la inscripción en el libro registro cuando las acciones se adquieren contraviniendo su ley de circulación<sup>317</sup>.

---

consentimiento, o que no se ha ejercitado el derecho de adquisición preferente, en su caso» (cfr. *op. cit.*, pg. 342).

317. *Vid.* arts. 56.1 *in fine* y 56.2 *in fine* LSA, ambos *a sensu contrario*.

## Constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados en cuenta

**SUMARIO.**—1. CONSIDERACIONES GENERALES.—2. ANALISIS DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.—2.1. Naturaleza jurídica de la prenda de valores anotados en cuenta.—2.2. Constitución de la prenda.—2.2.1. Constitución de la prenda de valores anotados en cuenta por vía de contrato.—2.2.1.1. Estructura del acto constitutivo de la prenda de valores anotados en cuenta.—2.2.1.1.1. Negocio causal originario de la prenda de valores anotados.—2.2.1.1.2. Inscripción registral de la prenda de valores anotados. Carácter constitutivo de la inscripción y su equivalencia con el desplazamiento posesorio del título.—2.2.1.2. Requisitos para la constitución de la prenda de valores anotados.—2.2.2. Otras formas de constitución del derecho de prenda sobre valores anotados en cuenta.—2.2.2.1. Usucapión.—2.2.2.2. Negocio jurídico *mortis causa*.—2.2.2.3. Adquisición a *non domino*.—2.2.3. Sobre la posibilidad de constituir prenda de valores anotados en cuenta mediante la entrega del certificado de legitimación.—2.3. Oponibilidad de la prenda constituida sobre valores anotados en cuenta.—2.4. Ejercicio de los derechos correspondientes a los valores pignora-dos.—2.5. Ejecución de la prenda.—3. TRANSMISION DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTROS GRAVAMENES SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.—4. CARACTERES ESPECIFICOS DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVAMENES SOBRE VALORES DE DEUDA PUBLICA ANOTADA.

## 1. CONSIDERACIONES GENERALES

El titular de valores anotados puede constituir sobre ellos derechos reales limitados –como el *usufructo*<sup>1</sup> o la *prenda*<sup>2</sup>– u otra clase de gravámenes –como el *embargo*<sup>3</sup> o la *retención*<sup>4</sup>.

Al contrario de lo que sucede con la constitución y transmisión de los valores anotados –que son actos de naturaleza registral<sup>5</sup>–, 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>6</sup>.

1. *Vid.*, con carácter específico, sobre el usufructo de acciones anotadas, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 372; FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., «Copropiedad y usufructo de acciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), vol. 2, *cit.*, pgs. 762 y ss.; ASCARELLI, T., «Diritto di opzione e usufructo di azioni», en *Studi in tema di Società*, Milano, 1952, pgs. 257 y ss.; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como objeto de derechos reales y otros gravámenes», en GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital...*, *cit.*, pgs. 430 y ss.
2. Sobre el régimen de la prenda, *vid. infra* IX.2.
3. *Vid.* SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., «Prenda y embargo de acciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), vol. 2, *cit.*, pgs. 826 y ss.; ORTELLS RAMOS, M., *El embargo preventivo*, Barcelona, 1984.  
Con relación al régimen de las acciones, SÁNCHEZ GONZÁLEZ (en «La acción como objeto de derechos reales...», *cit.*, pg. 452) hace referencia al principio del art. 73 LSA –conforme al cual serán aplicables al embargo las disposiciones relativas a la prenda de acciones, «siempre que sean compatibles con el régimen específico del embargo»– y recoge la opinión de RUBIO, favorable a la aplicación de este principio, y la opuesta de PEDROL.  
En el sistema *Monte Titoli*, *vid.* LENER, R., *La «dematerializzazione» dei titoli azionari...*, *cit.*, pgs. 184 y ss.
4. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 62; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 301; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 89; LOJENDIO OSBORNE, I., «La acción. Documentación y transmisión», *cit.*, pg. 240.  
*Vid.* PANTALEÓN PRIETO, F., «Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo (arts. 66 a 73 LSA)», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, vol. 3.º, Madrid, 1992, pgs. 160 y ss.
5. Pues, como ya hemos tenido ocasión de comentar, en ellos la anotación contable es constitutiva del acto jurídico en cuestión –arts. 8.1 y 9.1 LMV–.
6. Así se expresa el art. 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 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 expresa el art. 39.1 RD 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 arts. 50 y 51 de este Real Decreto. Una vez acreditada, la Entidad adherida practicará la correspondiente inscripción y efectuará los desgloses contemplados en el núm. 3 del art. 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 art. 50 RD 116/1992 –al que remite el art. 51 RD 116/1992– nos permite afirmar el mismo principio de constitución extrarregistral.

La inscripción registral será la que dará lugar a la *oponibilidad erga omnes* del derecho real o gravamen<sup>7</sup>.

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<sup>8</sup> fuerzan a entender que su constitución sí que es un acto de naturaleza registral<sup>9</sup>.

Reviste una cierta complicación el hecho de que la LMV considere los valores anotados como *bienes fungibles*<sup>10</sup>; 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<sup>11</sup>. Para evitar la fungibilidad, los valores sometidos a derechos reales limitados y gravámenes son individualizados e identificados mediante su *desglose* en la cuenta correspondiente<sup>12</sup>. Además, dada 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.

## 2. ANALISIS DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

### 2.1. Naturaleza jurídica de la prenda de valores anotados en cuenta.

El artículo 10 LMV hace referencia a la posibilidad de constituir un derecho

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 63.

Contra DÍAZ MORENO y PRIÉS PICARDO, en cuya opinión –en los negocios *inter vivos*– no cabe distinguir entre la constitución *registral* de la prenda y la constitución *extrar registral* de los demás derechos reales limitados y gravámenes, por lo que afirman, comentando el art. 10.1 LMV, que «a pesar de su tenor hay que desterrar cualquier lectura del precepto que conduzca a entender constituida la garantía con anterioridad a la inscripción» (cfr. «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pgs. 345 y 346).

7. Arts. 10.2 LMV y 13.2 RD 116/1992, en ambos se dispone: «La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción».

8. Vid. art. 10.1, proposición segunda, LMV.

9. Vid. *infra* IX.2.2.1.1.2.

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 63.

10. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 301 y 302.

Vid. arts. 8.3 LMV y 17 RD 116/1992.

11. Si bien es ésta una circunstancia que debe concurrir en *todo derecho real*; así, CLEMENTE DE DIEGO, F. (en *Curso de Derecho civil español, común y foral*, Tomo III (*Derechos reales*), Madrid, 1920, pg. 36) destaca, como uno de los cuatro caracteres esenciales de los derechos reales, que deben *tener por objeto una cosa determinada y específica*.

12. Art. 17 RD 116/1992 y, con relación a la Deuda Pública anotada, art. 2 RD 505/1987.

de prenda sobre valores anotados. No es fácil determinar qué naturaleza jurídica le corresponde al derecho que se constituya siguiendo las previsiones del mencionado artículo. No parece haber dificultad en admitir que la prenda de valores anotados es un derecho de naturaleza real<sup>13</sup>. Pero, al entrar en un análisis más detallado de la naturaleza de la prenda de valores, surge la duda acerca del tipo específico de prenda ante el que nos podemos encontrar; incluso cabe plantearse también si la llamada prenda de valores anotados —por más que la LMV le haya atribuido ese nombre— tiene realmente naturaleza de prenda o si, por el contrario, nos encontramos ante otra institución jurídica, como es la hipoteca. Lo cierto es que entre los elementos constitutivos de esta institución encontramos tanto rasgos característicos de la prenda, como de la hipoteca mobiliaria.

Toda vez que la regulación dada a la prenda por la LMV es tan sólo indiciaria y, a todas luces, insuficiente<sup>14</sup>, el esclarecimiento de la naturaleza que corresponda atribuir a la prenda de valores anotados se presenta como una cuestión de primera necesidad, de la que dependerá el régimen al que hayamos de acudir para dar solución a los aspectos que la LMV deja sin tratar.

La prenda ordinaria o con desplazamiento posesorio es aquella que exige para su constitución que el bien pignorado salga de la posesión del deudor pignorante<sup>15</sup>.

Vid. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 287, 288 y 302.

13. Cuando la prenda tenga origen contractual, estaremos ante un contrato real *quoad constitutio-nem*, pues ha de interpretarse que la inscripción registral de la prenda, prescrita por el art. 10 LMV, ocupa el lugar de la *datio rei*, que es exigida en los contratos de esta naturaleza (vid., DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 393).
14. «La LMV —afirma DÍAZ MORENO— «no dicta, ni mucho menos, una regulación completa de la prenda de valores anotados. El art. 10 LMV apenas ofrece los principios o líneas básicas de la institución» (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 388).
15. Art. 1863 CC en el que se lee que es necesario «para constituir el contrato de prenda, que se ponga en posesión de ésta al acreedor, o a un tercero de común acuerdo». Acerca de la prenda ordinaria DÍEZ-PICAZO y GULLÓN BALLESTEROS afirman que «el desplazamiento posesorio es la médula de la garantía pignoratícia» (cfr. *Sistema de Derecho Civil*, vol. III, 4.ª ed., Madrid, 1989, pg. 477); CASTÁN llama también la atención sobre este hecho y observa, entre otros aspectos, cómo la propia etimología del nombre de la institución —sea la etimología del nombre latino, *pignus* (puño), o la del nombre castellano, *prehendere* (prender, asir, agarrar una cosa)— revelan que dentro de la esencia de esta relación jurídica se encuentra el hecho de que la cosa debe pasar a posesión del acreedor (vid. *Derecho Civil español, común y foral*, Tomo II, vol. 2, Madrid, 1983, pgs. 484 y ss.); vid. también LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, Barcelona, 1980, pgs. 149 y 150; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 3.º, 3.ª ed., Barcelona, 1983, pgs. 21 y 22; ÁLBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, 5.ª ed., Barcelona, 1983, pg. 238; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio de Derecho civil*, Tomo III, Madrid, 1985, pg. 281; GUILARTE ZAPATERO, V., «Comentario a los arts. 1857 a 1862 del Código Civil», en PAZ-ÁRES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II, *cit.*, pgs. 1858 y ss.; SERRANO ALONSO, E., «Comentario a los artículos 1863 a 1873 del Código Civil», en PAZ-ÁRES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II, *cit.*, pgs. 1874 y ss.; PANTALEÓN PRIETO, F., «Comentario a los arts. 1526 a 1536 del Código Civil», *cit.*, pgs. 1019 y ss., esp. 1030-1031, donde se analiza la venta o cesión del crédito pignorado; ARIAS RAMOS, J./ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, *cit.*, pgs. 327 y ss., donde se hace referencia a elementos que son todavía hoy esenciales en el régimen de esta institución, como son la transmisión del *ius possidendi* y la adquisición del *ius distrahendi*.

En un primer análisis, cabría decir que la prenda de valores anotados no encaja en el tipo de la prenda ordinaria, pues los valores anotados no son susceptibles de ser poseídos<sup>16</sup> y, por tanto, no puede procederse al desplazamiento posesorio que da lugar a la constitución del derecho<sup>17</sup>. Pero la propia dogmática de la prenda ordinaria o posesoria salva esta dificultad, concediendo que los derechos que tienen la condición de bienes muebles pueden ser objeto de un derecho de prenda<sup>18</sup>. Esta subespecie de la prenda ordinaria es la llamada *prenda de derechos*<sup>19</sup>.

La prenda de derechos ofrece distintas soluciones que pueden ser válidas para la prenda de valores anotados. Por un lado se presenta la *prenda de créditos*, cuya constitución es admitida por la doctrina a pesar de que los créditos no son bienes poseíbles<sup>20</sup>, lo que nos da a entender que sería admisible la constitución de la prenda de valores anotados sin necesidad de que tenga lugar el desplazamiento posesorio. Sin embargo, no es ésta la forma que corresponde a la prenda de valores anotados, ya la indisponibilidad de los valores pignorados se consigue por medio de la inscripción de la prenda en el registro contable y no con la *notificación a la sociedad emisora*, como se hace en el caso de la prenda de créditos<sup>21</sup>.

16. «Difícilmente se puede hablar de posesión en el caso de acciones anotadas, cuando ni siquiera existe un papel que incorpore el derecho y que pueda ser objeto de posesión» (cfr. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 90 y «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 217).
17. *Vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 388; MINERVINI, G., «Sistema Monte Titoli e pegno...», *cit.*, pg. 145.  
*Vid.*, también la hipótesis acerca de una forma de constitución de prenda de valores expuesta por AIROLDI, A., «Pegno di titoli conferiti alla Monte Titoli», *cit.*, pg. 367.
18. «Generalmente se interpreta que el término "cosas" a que se refiere el art. 1464 comprende toda clase de bienes y, por tanto, también ciertos derechos, entre ellos los de crédito, lo que permite la conclusión de considerar pignorable estos últimos derechos, conclusión que puede apoyarse, además, en la referencia que el propio Código Civil hace en el último apartado del art. 1872 a la prenda de valores» (cfr. MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.* pgs. 18 y 19).  
*Vid.* DÍEZ-PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pg. 482; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pgs. 287 y 288; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 387.
19. *Vid.* SÁNCHEZ GUILARTE, J., «Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta», en ALONSO UREBA, A./BONARDELL LENZANO, R./GARCÍA VILLAVARDE, R. (coords.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990, pg. 654; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 122; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 89.  
*Vid.* también CAPÓ BONNAFOUS, E., «Algunas consideraciones sobre la prenda de créditos», en *RCDI*, 1931, núm. 76, pgs. 282 y ss.; ROSENDE HONRUBIA, M., «La prenda de créditos», en *RCDI*, 1927, núm. 32, pgs. 561 y ss. y «La prenda de créditos (continuación)», en *RCDI*, 1927, núm. 33, pgs. 641 y ss.; MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ, J. M., «La prenda de cosa fructífera y el artículo 1868 del Código Civil», en *RCDI*, 1989, núm. 593, pgs. 1049 y ss.; DÍEZ-PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pg. 482; LACRUZ BERDEJO, J. L./SANGHO REBULLIDA, F. DE A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pgs. 155 y 156; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 3.º, *cit.*, pg. 28; ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2.º, *cit.*, pgs. 253 a 255; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, Tomo II, *cit.*, pgs. 495 a 499, esp. 497 y 498.
20. Así observa MINERVINI que «lo spossessamento non è (...) richiesto per la costituzione del *pegno dei crediti*» y, añade, que «neppure è richiesto per il *pegno di diritti* diversi dai diritti di credito» (cfr. «Sistema Monte Titoli e pegno...», *cit.*, pg. 145).
21. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126.



Debe tenerse presente que la admisión de la prenda de créditos es un postulado tan sólo de nuestra doctrina, ya que la jurisprudencia del Tribunal Supremo contenida en las Sentencias de 27 diciembre 1985 y de 18 julio 1989 parece negar a la prenda de créditos naturaleza de auténtica prenda, pues no le reconoce eficacia frente a terceros<sup>22</sup>.

Ahora bien, el hecho de que la LMV prevea expresamente la posibilidad de que pueda constituirse un derecho de prenda sobre valores anotados ha venido a respaldar la posición mantenida por la doctrina iusprivatista. Por ello puede entenderse que el reconocimiento legal de la prenda de valores en el art. 10.1 LMV zanja la discusión sobre la eficacia y naturaleza de la prenda de créditos, resultando ahora inaplicable la doctrina del TS sobre la prenda de créditos<sup>23</sup>.

Pero hay otra forma de prenda de derechos que parece más ajustada al caso de los valores anotados: es la *prenda de valores cotizables*<sup>24</sup>. Podemos entender que a ella remite la LMV cuando, en su artículo 10.1 *in fine*, establece que «la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título»<sup>25</sup>. Es más, si tenemos en cuenta que la representación por medio de anotaciones en cuenta es exigida con carácter necesario como requisito para la admisión a cotización oficial de algunos valores<sup>26</sup>, habremos de concluir que es éste el tipo de prenda en el que pensaba

22. Afirma EIZAGUIRRE que «nuestra prevalente doctrina civil, salvando la *diferencia* que muestra el Código en esta materia, reconoce validez a la prenda sobre derechos, y, más en concreto, sobre derechos de crédito» (cfr. «Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores [Sentencia del Tribunal Supremo de 27 diciembre 1985]», en *RDBB*, 1987, núm. 25, pg. 201).  
*Vid.* el comentario a la Sentencia de 27 diciembre 1985 de BARBA DE VEGA, J., en *CCJC*, 1986, núm. 10 (268), pgs. 3363 y ss.; SÁNCHEZ GUILARTE, J., «Pignoración de saldos de depósitos bancarios...», *cit.*, pg. 664; MANZANARES SECADES, A., «Algunas notas sobre la prenda de dinero a raíz de la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 diciembre 1985», en *ADC*, 1986, pgs. 1293 y ss.
23. *Vid.* MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 90; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 388.
24. Que aparece mencionada en el art. 1872 CC.  
A ella hacen referencia DÍEZ-PICAZO y GULLÓN BALLESTEROS, en *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pg. 482.
25. De esta forma —afirma MADRID PARRA— el art. 10 LMV «soluciona la dificultad que implica la imposibilidad de poseer físicamente un valor anotado (...) aplicando el mismo criterio (sobre la base de la ficción jurídica) que en el caso de la transmisión plena de los valores anotados» (cfr. «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 90 y «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 217 y 218).  
En opinión de DÍAZ MORENO, «la ley quiere indicar con esta fórmula que la inscripción de la prenda cumple con respecto a los valores anotados idéntica función a la que cumple la entrega con relación a la prenda posesoria. En este sentido me parece fuera de duda que buena parte de la disciplina aplicable a la prenda de valores representados en anotaciones se encuentra en las normas del Código Civil» (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 389, *vid.* también pg. 388).  
*Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 18.<sup>a</sup> ed., Tomo II, *cit.*, pgs. 26 y 27; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 247; SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., «Prenda y embargo de acciones», *cit.*, pgs. 794 y 795; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 345; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 372; MINERVINI, G., «Sistema Monte Titoli e pegno...», *cit.*, pg. 149; PARTESOTTI, G., «Profili cartolari del sistema Monte Titoli», *cit.*, pgs. 609 a 611; GERACI, L., «I poteri del creditore sequestrante o pignoranti di azioni», en *BBTC*, 1979, I, pg. 182.  
*Vid.* también la opinión de SANTOS MARTÍNEZ (en «Valores informatizados», *cit.*, pg. 65 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 481), quien ve con bastantes reticencias la identificación de la prenda de valores anotados con la figura de la prenda posesoria.
26. *Vid.* Disp. Adic. 1.<sup>a</sup>.5 LSA, con relación a las acciones y obligaciones.

el legislador al regular la de valores anotados. La modificación de los arts. 320 a 324 CCom –en los que se regula la prenda de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial– efectuada por la Disposición Adicional 4.<sup>a</sup> LMV parece revelar también la intención del legislador de vincular la prenda de valores anotados al régimen de la prenda posesoria<sup>27</sup>. Por otro lado, la actual regulación de la prenda de acciones<sup>28</sup> igualmente parece establecer vínculos entre la antigua prenda de valores y la nueva prenda de valores anotados<sup>29</sup>.

Sin embargo, no se puede obviar que hay algunos aspectos de la prenda de valores anotados que son difícilmente armonizables con el régimen de la prenda posesoria. El principal aspecto que hay que tener presente, en este sentido, es que la prenda de valores anotados es una *prenda registral*, cuya constitución y gestión se lleva a cabo sirviéndose de un registro. Por eso, todas las normas de la prenda posesoria que se sustenten en el hecho de que el acreedor es poseedor del bien pignorado no serán de aplicación a la prenda de valores anotados<sup>30</sup>. En esta misma línea, parece consecuente entender que el régimen de la prenda de valores anotados, para todos aquéllos de naturaleza eminentemente registral, se vea integrado también por normas propias de la *hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de la posesión* –especialmente las relativas a la hipoteca mobiliaria–, reguladas en la Ley 16 diciembre 1954<sup>31</sup>.

27. Máxime cuando «la prenda de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial está destinada a ser, en un porcentaje muy elevados de casos, una prenda de anotaciones en cuenta», pues «sólo podrá ser una prenda de títulos-valores cuando no se trate ni de acciones ni de obligaciones ni de Deuda Pública. Y, aún en tal caso, *podría* recaer sobre anotaciones en cuenta» (cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 391). *Vid.* también SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 110; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 302.
28. Contenida en el art. 72 de la LSA de 1989 y anteriormente contemplada en el art. 42 LSA de 1951.
29. Observa SANTOS MARTÍNEZ que «en el nuevo texto se han suprimido las palabras que en el de 1951 aludían a la obligación del acreedor pignoraticio de presentar las acciones a la sociedad cuando este requisito fuera necesario para el ejercicio de los derechos del accionista. Tal supresión resulta congruente con la hipótesis de las acciones sin título o representadas tan sólo mediante anotaciones contables.» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 65 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 481).
30. Es de esta opinión DÍAZ MORENO, quien encuentra en el art. 1867 CC el más claro ejemplo de norma impropia para integrar el régimen de la prenda de valores anotados, pues «impone al acreedor pignoraticio la obligación de *cuidar las cosas con diligencia*» (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 389).
31. Así, DÍAZ MORENO, quien entiende que la solución –por lo que se refiere a la determinación de las fuentes del régimen de la prenda de valores anotados– consiste en adoptar «una interpretación capaz de *armonizar e integrar*» elementos tanto de la prenda posesoria, como de la hipoteca mobiliaria y la prenda sin desplazamiento de la posesión (*vid.* «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 388, 389 y 390). En esta misma línea, *vid.* BALLARÍN MARCIAL, A., «Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada», *cit.*, pgs. 299 y ss. Frente a la solución ecléctica que propone DÍAZ MORENO, SANTOS MARTÍNEZ entiende que «la constitución de este derecho real en un registro regido por principios coincidentes con los del Registro de la Propiedad, conduce a pensar que, en rigor, *se asemeja más que a la prenda, a la hipoteca. Más precisamente, a la hipoteca mobiliaria*» –el subrayado es nuestro– (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 65 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 482); afirma también: «Los valores anotados que hayan sido objeto de la llamada “prenda” –que sustancialmente es una hipoteca, registralmente constituida» –los subrayados son nuestros– (cfr. «Valores

A pesar de la aparente extrañeza que pueda causar enmarcar los valores anotados dentro del ámbito hipotecario, existe ya una prolongada tradición en nuestro Derecho relativa a la constitución de hipoteca sobre bienes de carácter inmaterial<sup>32</sup>.

Por tanto, *la prenda de valores se configura como una institución de naturaleza mixta*, reuniendo elementos de la prenda y de la hipoteca mobiliaria. La asociación de la prenda de valores con la hipoteca inmobiliaria, en vez de acudir a la prenda sin desplazamiento, encuentra sentido en la mayor semejanza que existe entre el objeto de la prenda de valores y el de aquélla. Tanto el objeto de la prenda sin desplazamiento, como el de la hipoteca mobiliaria son bienes muebles, pero en el caso de esta segunda institución deberá tratarse, además, de bienes de *perfecta identificación registral*<sup>33</sup>.

Lógicamente, postulamos una aplicación *analógica* de la disciplina propia de la hipoteca mobiliaria, toda vez que el objeto de la hipoteca mobiliaria –al igual que el de la prenda sin desplazamiento– es específico y está integrado solamente por aquellos bienes que aparecen en la enumeración *numerus clausus* contenida en la Ley 16 diciembre 1954<sup>34</sup>.

Además, la seguridad del tráfico hace aconsejable que la prenda de valores anotados no sea configurada como prenda sin desplazamiento<sup>35</sup>, pues en la disciplina de esta institución se establece la prohibición de que los bienes pignorados sean enajenados sin el consentimiento del acreedor, lo que, en el caso de los valo-

informatizados», *cit.*, pg. 67 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 484).

*Vid.* también VALLET DE GOYISOLO, J., «Introducción al estudio de la hipoteca mobiliaria y a la prenda sin desplazamiento», en *RDP*, 1953, pgs. 493 y ss.; Díez-PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pgs. 530 y ss. y 540 y ss.; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, Tomo II, *cit.*, pgs. 511 y ss., esp. 522 y ss.; ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pgs. 317 y ss.; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 3.º, *cit.*, pgs. 309 y ss.; LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pgs. 217 y ss. y 222 y ss.

32. *Vid.* arts. 3, 12.5 y 45 y ss. Ley 16 diciembre 1954, de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento; art. 74 Ley 20 marzo 1986, de Patentes; art. 46 Ley 10 noviembre 1988, de Marcas; art. 53.1 Ley 11 noviembre 1987, de Propiedad Intelectual.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 65 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 482; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 302.

33. EM Ley 16 diciembre 1954.

*Vid.* Díez-PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pg. 540; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pg. 294.

El criterio al que nos hemos acogido –la perfecta identificación registral– es un elemento caracterizador del objeto de la hipoteca mobiliaria desde el punto de vista *formal*, ya que desde el punto de vista *sustantivo* no podemos establecer analogía alguna entre el objeto de la prenda de valores anotados y el de la prenda sin desplazamiento o la hipoteca mobiliaria –pues los valores anotados en cuenta no encajan en la enumeración *numerus clausus* que formula la LHM con relación al objeto de estas dos figuras (*vid.* arts. 12, 52, 53 y 54 LHM)–.

Por lo demás, las diferencias entre la hipoteca mobiliaria y la prenda sin desplazamiento son difíciles de determinar (*vid.* ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pgs. 235 y 236).

34. Art. 12 LHM; *vid.* también arts. 19 a 33; 34 a 37; 38 a 41; 42 a 44 y 45 a 51 LHM, con relación a la hipoteca mobiliaria, y arts. 52, 53 y 54 LHM, para la prenda sin desplazamiento.

35. *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 109.

res anotados supondría un freno inoportuno para su ágil circulación y una fuente de posibles errores materiales.

Otro rasgo común a la prenda de valores y la hipoteca mobiliaria es la exigencia de otorgamiento de escritura pública para la constitución del derecho, que habrá de ser inscrita en el Registro<sup>36</sup>.

Un rasgo caracterizador de la *prenda de acciones anotadas* es que el negocio causal por el que se constituye la prenda *tiene lugar fuera de la Bolsa*. La razón está en el artículo 36 LMV, en el que se prescribe que sólo tienen naturaleza de «operación bursátil» las que se realizan por título de compraventa. Por tanto, la prenda de acciones anotadas, estén o no admitidas a cotización en Bolsa, nunca tendrá la condición de operación bursátil<sup>37</sup>.

## 2.2. Constitución de la prenda.

Al igual que sucede con la transmisión de la titularidad plena de los valores anotados, el esquema seguido para la constitución de la prenda es el de la teoría del título y el modo del artículo 609 CC<sup>38</sup>.

### 2.2.1. CONSTITUCIÓN DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA POR VÍA DE CONTRATO

#### 2.2.1.1. Estructura del acto constitutivo de la prenda de valores anotados en cuenta.

##### 2.2.1.1.1. Negocio causal originario de la prenda de valores anotados.

Antes de la inscripción es necesario que haya tenido lugar un contrato consensual, en virtud del cual una de la partes quede obligada a inscribir la prenda en el registro, momento en el cual ésta se tendrá ya por constituida<sup>39</sup>.

36. Art. 13 LHM.

Cfr. Díez-PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pg. 540; ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pg. 320; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 3.º, *cit.*, pg. 333; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil español...*, Tomo II, *cit.*, pg. 527; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pg. 297.

37. Cuestión distinta es que, para que la prenda «sea oponible a terceros el párr. 2.º del art. 10 de la LMV exige la inscripción en el registro contable» (cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 218), que se efectuará por los cauces previstos en el art. 50 RD 116/1992 para todas las transmisiones que no se deriven de una operación bursátil—*vid.* también arts. 37 LMV y 39 y 51 RD 116/1992—.

38. DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO se muestran de esta opinión y comentan que el art. 10 LMV «no es, por lo tanto, más que aplicación del principio enunciado en el art. 9.1 LMV» (cfr. «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 345) y en otro lugar—también con relación a la constitución de la prenda de valores anotados—afirman que «al hacerse equivalente la inscripción y el desplazamiento posesorio se demuestra que aquélla es, efectivamente, el modo de adquirir (además de elemento que concurre a la perfección del contrato de prenda, de acuerdo con la concepción de éste como contrato real *quoad constitutionem*)».

39. *Vid.* MUÑOZ CERVERA, M., «La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta», en IGLESÍAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo I (*Introducción y títulos valor*), *cit.*, pg. 1241; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 394.

Al regular la forma de constitución de la prenda, la LMV podría haber establecido que fuese suficiente el mero acuerdo entre las partes. Pero no ha sido así y la Ley ha querido seguir, en la medida de lo posible, los mismos principios establecidos para la prenda de títulos<sup>40</sup>. Así, el contrato consensual produce sólo efectos *inter partes*; los efectos son de carácter obligacional, no de carácter real, y se traducen en la obligación que tiene el pignorante de hacer inscribir en el registro la prenda sobre los valores<sup>41</sup>.

2.2.1.1.2. *Inscripción registral de la prenda de valores anotados. Carácter constitutivo de la inscripción y su equivalencia con el desplazamiento posesorio del título.*

La *inmaterialidad* de los valores anotados constituye un problema a la hora de fundamentar teóricamente cuál es el modo de constitución del derecho de prenda sobre ellos. La dificultad reside en que la constitución de la prenda posesoria exige el desplazamiento posesorio del bien sobre el que recae el derecho y, obviamente, los valores anotados no son susceptibles de ser materialmente poseídos<sup>42</sup>.

Pero, al igual que sucede con la transmisión de la titularidad plena sobre valores –donde la entrega de éstos se ve sustituida por la inscripción registral de la transmisión–, el desplazamiento de la posesión es suplantado por la inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente del registro<sup>43</sup>.

En el artículo 10.1 *in fine* LMV se dispone que «la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título»<sup>44</sup>. Conociendo la lógica de la LMV y teniendo presente cuál es la estructura de la prenda de títulos, a la que remite el artículo 10.1 LMV, no es difícil concluir que la *inscripción* de la prenda ocupa el lugar de la *tradición* de la cosa<sup>45</sup>, necesaria para que pueda entenderse que el dere-

40. «La disciplina dictada (...) responde a la idea de mantener conceptualmente vinculados los valores representados por medio de títulos y los representados en anotaciones en cuenta» (cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 392).

En el caso específico de la *prenda de acciones*, establece la Ley, con carácter general, que será preciso un justo título y la concurrencia de los requisitos exigidos por el art. 1857 CC (art. 57.1 LSA) (cfr. PANTALEÓN PRIETO, F., «Prenda de acciones», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. III, *cit.*, pg. 5003).

41. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 394.

42. Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 123; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 388.

«L'idée de possession –décalque du droit de propriété– est en effet historiquement et fondamentalement inapplicable aux droits incorporels» (cfr. FASQUELLE, D., «Le nantissement des valeurs mobilières», *cit.*, pg. 5).

43. Cfr. MUÑOZ CERVERA, M., «La prenda de valores...», *cit.*, pg. 1245; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 18.ª ed., Tomo II, *cit.*, pg. 27; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pg. 247; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como objeto de derechos reales...», *cit.*, pg. 450; ÁNGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 302; SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pg. 62; PANTALEÓN PRIETO, F., «Prenda de acciones», *cit.*, pg. 5004.

44. Vid. también art. 13.1 RD 116/1992.

45. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 109.

SANTOS MARTÍNEZ comenta que «así como la inscripción cumple el papel de la tradición en la

cho de prenda se encuentra ya constituido<sup>46</sup> y que el derecho comienza surtir efectos *erga omnes*<sup>47</sup>. La inscripción de la prenda en el registro no tiene tan sólo carácter obligatorio<sup>48</sup>, sino que, además, tiene *carácter constitutivo*<sup>49</sup>. La prenda no se tendrá por constituida mientras que no esté inscrita en el registro contable. Los demás derechos reales limitados sobre valores anotados sí que pueden constituirse fuera del registro, aunque será obligatorio inscribir en el registro el derecho o gravamen, pues así lo dispone el artículo 10.1 LMV: «la constitución de derechos reales limitados (...) deberá inscribirse en la cuenta correspondiente»<sup>50</sup>. Sin embargo, la existencia de la *traditio* como un elemento esencial de la prenda elimina cualquier posibilidad de entender que el artículo 10 LMV permite la constitución de la prenda sin que el bien pignorado haya sido *entregado*—sin que la prenda haya sido inscrita—<sup>51</sup>. Por eso, entre otras razones, con el fin de evitar este error, que podría derivarse del tratamiento unitario que—dentro del art. 10 LMV— recibe la prenda junto con otros derechos reales limitados y gravámenes, el artículo 10.1,

transmisión plena, así también «equivale al desplazamiento del título» en la constitución de la prenda» (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 64 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 481).

Vid. también SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., «Prenda y embargo de acciones», *cit.*, pg. 794; PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pgs. 1013 y 1015; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 274 y 275; DÍAZ MORENO, A./PRIES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 345; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 217 y 218 y «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 90; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 372.

En el sistema francés la pignoración de los valores desmaterializados exige también la inscripción registral *vid.* RIPERT, G./ROBLOT, R., *Traité...*, Tomo II, *cit.*, pg. 45; FASQUELLE, D., «Le nantissement de valeurs mobilières», *cit.*, pgs. 13 y ss.

46. «Parafraseando el art. 609 CC»—comenta DÍAZ MORENO— «podríamos decir que la titularidad y los demás derechos sobre los valores anotados se adquieren y se transmiten por consecuencia de ciertos contratos mediante la inscripción. La anotación de la prenda forma parte, por tanto, del supuesto de hecho constitutivo del derecho» (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 392).

Observa también este Autor que, aunque la LMV podría haber establecido un sistema de prenda de valores anotados totalmente distinto al vigente para los títulos-valores, sin embargo, «la disciplina dictada (...) responde a la idea de mantener conceptualmente vinculados los valores representados por medio de título y los representados en anotaciones en cuenta» (cfr. *op. cit.*, pg. 392).

47. Vid. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., «Prenda y embargo de acciones», *cit.*, pg. 796; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 394; SANTOS MARTÍNEZ destaca también la eficacia *erga omnes* de la prenda inscrita, pero llama la atención sobre el hecho de que el legislador haga depender esa eficacia de la inscripción en un *registro cuya publicidad formal se encuentra, de momento, descuidada* (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 64 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 481).

48. Por disponerlo así el art. 10 LMV.

49. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 393.

50. SANTOS MARTÍNEZ distingue entre la prenda y los demás derechos reales limitados u otra clase de gravámenes. En el caso de la prenda la inscripción registral tiene carácter constitutivo—al igual que sucede en el caso de la constitución y de la transmisión de los valores—; mientras que la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes «parece contemplada, en principio, por el legislador como un hecho que *se produce extrarregistralmente y que luego "deberá inscribirse en la cuenta correspondiente"*—el subrayado es nuestro— (cfr. «Valores informatizados», *cit.*, pg. 63 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 479).

51. DÍAZ MORENO, A./PRIES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 345; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 393.

proposición segunda, LMV aclara que, en el caso de la prenda, es necesaria la entrega de los valores y lo hace trasladando al ámbito de la prenda el mismo *principio de equivalencia* –la misma *ficción jurídica*– con que se resuelve la transmisión de la titularidad plena de los valores anotados: «la inscripción de la prenda *equivale* al desplazamiento posesorio del título»<sup>52</sup>. Merece ser destacado que la prenda de valores es de *constitución registral*<sup>53</sup>, de donde se deriva la analogía con la hipoteca mobiliaria a la que nos hemos referido más arriba<sup>54</sup>.

Cuando la prenda se inscribe en el registro, la Entidad encargada procederá al *desglose* de los valores pignorados en la cuenta del deudor constituyente de la garantía<sup>55</sup>. De este modo los valores quedan inmovilizados<sup>56</sup>. La referencia numérica que se atribuya al saldo de los valores desglosados permitirá identificar la prenda y también al acreedor pignoraticio<sup>57</sup>.

Se puede entender que la inscripción es un acto de ejecución del contrato consensual, pues en él tiene su origen, y, concretamente, constituye una *datio solvendi causa*<sup>58</sup>.

52. Vid. también 1863 CC.

La equivalencia existente entre el desplazamiento de la posesión y la inscripción –o constancia registral– era expresada por el art. 4.2 del Anteproyecto de la LMV –versión de 13 de enero de 1988– en los siguientes términos: «La constitución de derechos sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta y, en general, las trabas sobre los mismos deberán hacerse constar en la cuenta correspondiente. Dicha constancia será necesaria para el ejercicio de tales derechos, para la transmisión de éstos o para la efectividad de las trabas correspondientes y, en el caso de la prenda, sustituirá y equivaldrá al desplazamiento de la posesión contemplado en el art. 1863 del Código Civil».

Vid., con relación al régimen específico de las acciones anotadas, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 372.

53. Acerca de la constitución registral del derecho de hipoteca, en el que se debe buscar la fuente de inspiración de la forma de constitución del derecho de prenda, *vid.* arts. 1875.1 CC, 145 y 159 LH, 3 LHM y 14.1 Ley 21 agosto 1983, de Hipoteca Naval.

54. Vid. *supra* IX.2.1.

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores informatizados», *cit.*, pgs. 64 y 65 y «Acciones y obligaciones representadas...», *cit.*, pg. 481.

55. Art. 31.3 RD 116/1992, en el que se preceptúa que en las cuentas de los registros «se mantendrá el oportuno control de los valores afectados por situaciones especiales siendo, en todo caso, objeto de desglose los valores sobre los que se constituyan derechos reales limitados y otra clase de gravámenes y aquellos respecto de los que se hayan expedido certificados». Con relación a la prenda de valores de Deuda Pública anotada, comenta Rojo que la «privación de la facultad de disposición y la identificación del objeto de la prenda se consigue en el sistema de las anotaciones en cuenta a través del correspondiente desglose en garantía de saldos» (cfr. «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 123).

56. Inmovilización parcial, no total, pues los valores pignorados pueden transmitirse, pero ajustándose a unas formalidades especiales –*vid.* arts. 39.2, 38 RD 116/1992 y aquellos a los que éstos remiten–.

57. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126.

El procedimiento seguido en el sistema francés para la pignoración de valores anotados en cuenta es sustancialmente igual al español, si bien, en vez de producirse desglose, «les titres nantis sont virés à un compte spécial», para lo cual «les teneurs de comptes doivent donc ouvrir une rubrique comptable de titres nantis, distincte de la rubrique des titres ordinaires» (cfr. RIPERT, G./ROBLLOT, R., *Traité...*, Tomo II, *cit.*, pg. 45).

58. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 394.

Una vez que se haya verificado la inscripción, no será necesaria la notificación de la constitución de la garantía a la entidad emisora de los valores, pues la prenda de valores anotados no sigue los cauces de la prenda de créditos, en la que la notificación al deudor del crédito pignorado es necesaria para que la garantía se entienda ya constituida<sup>59</sup>.

#### 2.2.1.2. Requisitos para la constitución de la prenda de valores anotados.

En primer lugar *debe existir una obligación presente o futura –obligación principal–*, cuyo cumplimiento se garantiza con la constitución de la prenda, ya que ésta es un derecho real accesorio<sup>60</sup>.

Es preciso, también, *que los valores se encuentren previamente inscritos a favor del constituyente* en el registro contable, pues la inscripción, en cuanto forma de legitimación del titular de los valores anotados, es el modo de dar cumplimiento a la exigencia del artículo 1857.2 CC, conforme al cual es necesario que «la cosa pignorada o hipotecada pertenezca en propiedad al que la empeña o hipoteca»<sup>61</sup>.

Exige el artículo 1857.3 CC que el constituyente de la prenda tenga la *libre disposición de sus bienes* –de los valores– o, en caso de no tenerla, se halle legalmente autorizado al efecto<sup>62</sup>.

Requisito fundamental es la *inscripción de la prenda en el correspondiente registro contable*, para que pueda entenderse que ha tenido lugar la *entrega o traditio*<sup>63</sup>. El

59. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 395.

60. Como establece el art. 1857.1 CC. *Vid.* también arts. 1861 y 1528 CC. Sobre el carácter accesorio del derecho de prenda –y, en general de los derechos reales de garantía–, comentan DÍEZ-PICAZO y GULLÓN BALLESTEROS que sin la obligación principal la prenda *no podría existir* (cfr. *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pgs. 472 y 473); *vid.* también ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pg. 225; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pg. 280; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, Tomo II, *cit.*, pg. 424; LACRUZ destaca, además, que la accesoriedad de la prenda «se refleja en la disposición (en sede de transmisión de créditos) del art. 1528 CC» (cfr. *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pg. 146); *vid.*, también MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126.

61. Art. 11.3 LMV, en relación con art. 1857.2 CC. Cfr. DÍEZ-PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pg. 473, donde se comenta –glosando el tenor literal del art. 1857.2 CC– que «a la palabra “cosa” hay que darle una significación amplia, comprensiva también de “derecho”, puesto que legalmente se admite la prenda e hipoteca de determinados derechos»; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126.

62. Cfr. DÍEZ-PICAZO, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, volumen III, *cit.*, pg. 473; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 3.º, *cit.*, pg. 24; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126.

63. Arts. 10.1 LMV y 13.1 RD 116/1992, en relación con el art. 1863 CC, en el que se dispone que «se necesita, para constituir el contrato de prenda, que se ponga en posesión de ésta al acreedor, o a un tercero de común acuerdo».

Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI...», *cit.*, pgs. 1013 y 1015; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 345; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Los negocios sobre las acciones...», *cit.*, pg. 372; MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 217 y 218 y «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 90;



artículo 10 LMV dice que la inscripción se efectuará «en la cuenta correspondiente», pero no precisa *cuál es la cuenta correspondiente*. Hemos de entender que esa cuenta es la del deudor pignorante<sup>64</sup>, por ello deberá ser el constituyente de la prenda el que se dirija a la entidad en la que figuran inscritos los valores, para ordenar que se inscriba el gravamen<sup>65</sup>. Si en el momento de solicitud de la inscripción constituyente de la prenda tuviese en su poder un *certificado de legitimación* expedido a su favor por la Entidad encargada del registro, deberá restituirlo a la Entidad encargada, pues, de lo contrario, ésta no podrá proceder a la inscripción del gravamen<sup>66</sup>. Por su parte, el acreedor pignoraticio podrá acreditar su derecho mediante el certificado de legitimación que la Entidad encargada del registro expedirá si aquél lo solicita<sup>67</sup>.

## 2.2.2. OTRAS FORMAS DE CONSTITUCION DEL DERECHO DE PRENDA SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

Nuestro Código civil sólo contempla la constitución del derecho de prenda mediante *contrato*<sup>68</sup>.

Sin embargo, la prenda también puede constituirse por otros cauces<sup>69</sup>, como son la *usucapión*<sup>70</sup>, la *adquisición a non domino*<sup>71</sup> y los *negocios jurídicos mortis causa*<sup>72</sup>.

---

ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 274 y 275.

64. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 109.

65. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 395.

66. Art. 12.4 LMV.

Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 395; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126.

Implícitamente se deduce del contenido de los arts. 12.4 y 11.3 LMV que es conveniente que la Entidad encargada del registro consulte sus propios libros, para comprobar que el constituyente de la prenda es el que figura inscrito en el registro como titular de los valores. Es decir, la Entidad encargada debe velar por el cumplimiento del principio de tracto sucesivo que inspira el sistema registral de anotaciones en cuenta –arts. 16.1 RD 116/1992 y 20 LH– (*vid.* DÍAZ MORENO, *op. cit.*, pg. 395 y nota 74).

67. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 126.

68. *Vid.* arts. 1857 y 1863 CC y, en general, todos aquellos artículos en los que el Código se refiere a esta institución denominándola siempre como *contrato* –*vid.* arts. 1858, 1861 y 1866–.

69. ALBALADEJO entiende que, «en principio, cabe dar vida al derecho de prenda por todos aquellos (medios) que valiendo, en general, para los derechos reales, no sean incompatibles con la naturaleza de dicho derecho de prenda» (cfr. *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pg. 241); *vid.* también O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pg. 282.

70. *Vid.* ALBALADEJO GARCÍA, M., «La posibilidad del derecho de prenda» y «Adquisición por usucapión del derecho real de prenda», ambos en *Estudios de Derecho civil*, Barcelona, 1955, pgs. 5 y ss. y 19 y ss., respectivamente; *vid.*, del mismo Autor, *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pg. 241; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, Tomo II, *cit.*, pg. 488; LACRUZ BERDEJO, J. L./SÁNCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pg. 150, donde se hace referencia también a las prendas *legales y judiciales*.

71. ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pg. 242; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pg. 282.

72. *Vid.* ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, *cit.*, pg. 242; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pg. 282.

Este hecho es trasladable a la constitución de prenda de valores anotados, que no sólo podrá constituirse contractualmente, sino también por los cauces que acabamos de referir.

#### 2.2.2.1. Usucapión.

Para la constitución de la prenda por *usucapión*, deberá resultar inscrito –a favor del acreedor del crédito garantizado– un derecho de prenda sobre unos valores de los que sea titular un tercero, distinto del deudor del referido crédito<sup>73</sup>. En cierta medida, el supuesto de hecho es semejante al que tiene lugar en el caso de irrevindicabilidad de valores; si bien, resulta difícil que esta situación se mantenga durante el plazo de tiempo exigido por el artículo 1955 CC para la prescripción adquisitiva<sup>74</sup>.

#### 2.2.2.2. Negocio jurídico «mortis causa».

La prenda sobre valores anotados también puede constituirse por *negocio jurídico «mortis causa»*<sup>75</sup>. Con relación a esta forma de constitución, el principal problema consiste en establecer si se precisa la inscripción registral de la prenda, para que el acreedor pignoraticio adquiera la titularidad del derecho, pues, conforme a las normas del Derecho civil, el acreedor pignoraticio adquiere el derecho desde el momento de la muerte del testador<sup>76</sup>. La solución más acertada parece ser la mantenida con relación a la adquisición *mortis causa* de los valores anotados<sup>77</sup>. Es decir, la titularidad de la prenda se adquiere *mortis causa* sin necesidad de la inscripción registral a su favor, pero ésta habrá de verificarse para que el titular se encuentre *legitimado* para el ejercicio de su derecho.

73. Observa ALBALADEJO que la constitución de la prenda por usucapión «parece innegable, supuesto que, en general, por ella se adquieren, en principio, “el dominio y demás derechos reales” –art. 1930 (CC)–, y supuesto que el de prenda es un derecho poseíble –su posesión consiste en poseer la cosa pignorada, en concepto de acreedor pignoraticio–; y añade que «el art. 609 (CC) proclama, en general, que “la propiedad y los demás derechos sobre bienes... pueden adquirirse por medio de la prescripción”; que según el art. 1936 (CC), “son susceptibles de prescripción todas las cosas [y el derecho de prenda es una cosa o bien, en el sentido de ese artículo] que están en el comercio de los hombres”, y la prenda es un derecho que lo está; que los fundamentos en que se basa la usucapión, en general, justifican lo mismo la del derecho de prenda que la de los demás derechos usucapibles: pudiendo usucapirse el poder máximo de la cosa –derecho de propiedad– y reuniendo el de prenda las condiciones necesarias para ser usucapible, no se alcanza por qué tal poder, que es más reducido que el dominio, no pueda adquirirse por usucapión» (cfr. *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, cit., pg. 241).

74. Tres años, con buena fe, o seis años, sin necesidad de ésta, ni de ninguna otra condición.

75. ALBALADEJO plantea, a título de ejemplo, el siguiente supuesto de hecho: «A conecedor de que su heredero B, es deudor de C, ordena en su testamento que una cosa mueble de las que forman su herencia garantice pignoriamente el crédito de C».

«Una vez que B acepte la herencia, vendrá obligado a entregar la cosa a C, pero éste adquiere el derecho de prenda desde la muerte de A (arg. art. 882), y sin necesidad de aceptación (ya que el legado se adquiere *ipso iure* pero con la facultad de renunciarlo) ni de que le sea entregada la cosa gravada» –el primer subrayado es nuestro– (cfr. *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, cit., pg. 242).

76. Mediando aceptación, si es heredero –art. 989 CC–, o sin ella –aunque con facultad a renunciar–, si es legatario –art. 882 CC–.

77. *Vid. supra* VIII.1.2.2.2.

2.2.2.3. *Adquisición «a non domino».*

En cuanto a la adquisición *a non domino* del derecho de prenda, ésta puede admitirse atendiendo la misma línea de argumentación seguida cuando este problema se plantea con relación a la adquisición del dominio<sup>78</sup>.

Son aplicables al supuesto que analizamos los artículos 464 CC, 545 y 324 CCom y 9.3 LMV.

Por lo que al artículo 464 CC se refiere, bien puede interpretarse en el sentido de que el que de buena fe reciba valores anotados *en concepto de acreedor pignoraticio* adquirirá, en virtud de ese acto, el derecho real de prenda sobre ellos<sup>79</sup>.

El contenido del artículo 545 CCom —en el que se recoge el principio de la no reivindicación, relacionado con los títulos-valores— también es aplicable para el caso de que los títulos se hayan adquirido a título de prenda y, por analogía, podemos entender trasladables a los valores anotados las prescripciones de ese artículo.

Por su parte, el artículo 324 CCom declara expresamente que *los valores pignorados «no estarán sujetos a reivindicación mientras no sea reembolsado el prestador»*. La actual redacción de este artículo 324 CCom ha sido dada, precisamente, por la Disposición Adicional 4.<sup>a</sup> LMV. En la anterior redacción se hacía referencia sólo a la irreivindicabilidad de «efectos cotizables al portador» pignorados<sup>80</sup>, mientras que la redacción de la LMV se refiere a los «valores pignorados»<sup>81</sup>, dando así cabida no sólo a los títulos-valores, sino también a los valores anotados en cuenta<sup>82</sup>. La lectura *a sensu contrario* de este artículo nos puede llevar a pensar que no se ha producido una adquisición *a non domino* del derecho de prenda, pues el titular de los valores puede recuperar la plena potestad dominical si reembolsa al prestador el importe del crédito<sup>83</sup>. Sin embargo, un análisis más detenido de la situación nos permite concluir que esa facultad, que se le reconoce al acreedor frente al *verus dominus*, de retener los valores mientras no se le pague el crédito garantizado, no es sino una muestra evidente de que había adquirido un derecho de prenda sobre los valores y

78. *Vid. supra* VIII.3.

79. Siempre y cuando —establece el segundo inciso del art. 464.1 CC— no se tratase de un bien perdido o del que se hubiese privado de su posesión ilegalmente al titular.  
*Vid.*, sobre el particular comentado en el texto, PEÑA Y BERNALDO DE QUIRÓS, M., «Notas sobre adquisiciones "a non domino"», *cit.*, pgs. 745 y ss.

80. El art. 324 CCom, en su redacción anterior a la LMV, decía así: «Los efectos cotizables al portador, pignorados en la forma que determinan los artículos anteriores, no estarán sujetos a reivindicaciones mientras no sea reembolsado el prestador, sin perjuicio de los derechos y acciones del propietario desposeído contra las personas responsables según las Leyes, por los actos en virtud de los cuales haya sido privado de la posesión y dominio de los efectos dados en garantía».

81. Leemos en la redacción del art. 324 CCom, dada por la LMV: «Los valores pignorados conforme a lo que se establece en los artículos anteriores no estarán sujetos a reivindicación mientras no sea reembolsado el prestador, sin perjuicio de los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los valores dados en garantía».

82. MADRID PARRA puntualiza que «no se limita ya el precepto al supuesto de los "efectos cotizables al portador", sino que engloba a todos los valores, esto es, los títulos (nominativos, a la orden o al portador) y los anotados en cuenta» (cfr. «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 100).

83. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 422 y 423.

que, por ello, ejerce el *ius retentionis*<sup>84</sup> que le atribuye la Ley para defender su derecho<sup>85</sup>.

En el artículo 9.3 LMV se reconoce la irreivindicabilidad de los valores anotados en cuenta y se detallan las circunstancias y requisitos precisos para que ésta se pueda dar. Este artículo, en el que se contempla la irreivindicabilidad y, en su caso, adquisición *a non domino* de un *derecho real pleno* sobre valores anotados, abre las puertas, con mayor motivo, a la adquisición *a non domino* de un *derecho real limitado*, como es la prenda<sup>86</sup>.

Es importante no olvidar el carácter registral de la prenda de valores anotados en cuenta, de lo que se deduce que para que se verifique la adquisición *a non domino*, la prenda debe inscribirse en el registro contable a favor del adquirente, ya que, de otro modo, las relaciones entre pignorante y acreedor no tendrían trascendencia jurídico-real. Igualmente, la naturaleza registral del sistema de anotaciones en cuenta exige que la adquisición tendrá que provenir de persona que aparezca en los asientos del registro contable legitimada para constituir la garantía<sup>87</sup>.

Lo mismo que en el caso de la irreivindicabilidad del dominio pleno, sucede con relación a la prenda de valores anotados que la ley exige del adquirente *tan sólo ausencia de mala fe o culpa grave*. Es decir, el grado de exigencia en cuanto a la diligencia y cuidado con el que tiene que haber actuado el acreedor en todo lo que se refiere a la adquisición del derecho de prenda se ha visto rebajado, pues en otros artículos de nuestro ordenamiento que tratan situaciones semejantes<sup>88</sup> se exige, positivamente, haber actuado *con buena fe*<sup>89</sup>.

### 2.2.3. SOBRE LA POSIBILIDAD DE CONSTITUIR PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA MEDIANTE LA ENTREGA DEL CERTIFICADO DE LEGITIMACION

No sería válida la prenda que se pretendiera constituir entregando al acreedor el certificado de legitimación correspondiente a los valores anotados que quisiesen darse en garantía<sup>90</sup>.

La primera razón por la que debe negarse la posibilidad de constituir la prenda mediante la entrega del certificado de legitimación es que el artículo 12.2, proposición segunda, LMV dispone que «serán nulos los actos de disposición que

84. Art. 1866 CC, cuyo párrafo primero establece: «El contrato de prenda da derecho al acreedor para retener la cosa en su poder o en el de la tercera persona a quien hubiese sido entregada, hasta que se le pague el crédito».

85. «Si no hubiese adquirido tal derecho simplemente habría de sufrir la acción reivindicatoria del propietario» (cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 423).

86. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 426.

87. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 427.

88. Arts. 34 LH, 464 CC y 19.2 LCC.

89. *Vid. supra* VIII.3.1.

*Vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 428 y 429.

90. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 397.

*Contra* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes"...», *cit.*, pg. 1221.

tengan por objeto los certificados»<sup>91</sup> y por acto de disposición se ha de tener no sólo la enajenación de los valores, sino también la constitución de gravámenes sobre ellos.

Pero es que, además de la sanción de nulidad del artículo 12 LMV, el propio procedimiento de constitución de prenda sobre los certificados se revela inadecuado para constituir una auténtica garantía real en favor del acreedor. El certificado no es instrumento hábil para crear la situación de indisponibilidad sobre los valores que se debe desprender de la constitución de la prenda<sup>92</sup>. A primera vista, podría parecer que sí, pues el artículo 12.4 establece que «las entidades encargadas de los registros contables y los miembros de los mercados de valores *no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor*»<sup>93</sup>. Pero esto no supone una situación insalvable para el titular de los valores, ya que, en fraude de su acreedor, podría alegar ante la Entidad encargada del registro la pérdida o sustracción del certificado y solicitar la expedición de otro<sup>94</sup>, momento en el cual el anterior certificado –el que obra en poder del supuesto acreedor pignoraticio– queda privado de valor sin que sea necesario procedimiento de amortización alguno<sup>95</sup> –ya que «no podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado» (arts. 12.3 LMV y 19.3 RD 116/1992)–.

La razón por la que no es válida la prenda mediante entrega del certificado estriba en que *el certificado no es en sí mismo fuente de legitimación*, pues, como sabemos, la legitimación en el sistema de anotaciones se fundamenta en el contenido de los asientos registrales, es una legitimación *ex registri*, y los certificados sólo son un documento probatorio de la titularidad registral, por tanto la privación de la posesión del certificado, además de no bloquear el registro, no priva de legitimación al titular de los valores. Por eso, si la prenda no se inscribe, si no se deja constancia de ella en el registro:

- a) el titular de los valores no se verá restringido en su legitimación para el ejercicio de sus derechos.
- b) el acreedor, en su calidad de *mero poseedor del certificado*, no gozaría del *ius distrahendí*, ni ocuparía una situación de preferencia frente a los demás acreedores del deudor.

Otra cuestión que debe ser tomada en consideración es la restringida eficacia temporal que, en el supuesto de que fuese admisible, podría llegar a tener la

91. Vid. también art. 20.2 RD 116/1992.

92. Contra FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1221.

93. Vid. también art. 21 RD 116/1992.

En el que, bajo la rúbrica «Inmovilización registral de los valores», se detalla esta situación. Vid. *supra* VII.2.3.

FERNÁNDEZ DEL POZO admite que este aspecto es un inconveniente derivado de esta forma de constitución de la prenda (*vid.* «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», *cit.*, pg. 1221).

94. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 397.

95. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 398 y nota 79.

prenda que se constituyese mediante la entrega del certificado, pues el plazo máximo de vigencia para los certificados es de seis meses<sup>96</sup>. Para la prórroga de la garantía sería preciso que el deudor solicitase la expedición de un nuevo certificado cada vez que éste caducase y se lo entregara al acreedor, lo que situaría a éste en una posición especialmente débil.

### 2.3. Oponibilidad de la prenda constituida sobre valores anotados en cuenta.

La prenda será oponible frente a terceros desde el momento de su constitución, que es aquél en que resulte inscrita en el registro contable. Este principio viene claramente enunciado en el artículo 10.2 LMV y es reiterado en el artículo 13.2 RD 116/1992<sup>97</sup>.

En este punto la prenda de valores anotados difiere de la prenda posesoria, pues en ésta, aunque la prenda puede nacer *inter partes* con la simple tradición de la cosa, sólo será admisible la oposición a terceros cuando conste por instrumento público la certeza de la fecha<sup>98</sup>; en aquélla, como hemos dicho, la oponibilidad no depende de que se haya dejado constancia de su fecha en póliza o escritura pública<sup>99</sup>. Por tanto, el artículo 10.2 LMV deja sin aplicación al artículo 1865 CC en el ámbito de los valores anotados en cuenta, lo cual debe entenderse como un acierto, pues la exigencia contenida en el artículo 1865 CC supone violentar los principios rectores de los derechos reales, conforme a los cuales la mera constitución del derecho es suficiente para su oponibilidad *erga omnes*<sup>100</sup>.

En efecto, la prenda de valores anotados podrá formalizarse en un simple documento *privado*, que será título bastante para solicitar a la Entidad encargada la inscripción en el registro contable<sup>101</sup>. Sin embargo, es innegable que la formalización de la prenda en documento público introduce un grado mayor de seguridad jurídica, motivo por el cual, voluntariamente, se acude también a este cauce.

Por remisión del artículo 51 RD 116/1992, en el artículo 50 RD 116/1992 se establece cómo se practicará la inscripción de los derechos reales limitados en el registro contable<sup>102</sup>. En este artículo se contempla la posibilidad de que la prenda se haya formalizado tanto en documento público, como en documento privado. Se admite que la Entidad encargada proceda a la inscripción de la prenda simplemente con que tenga «constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores *consienten la inscripción*»<sup>103</sup>.

96. Art. 21.5 RD 116/1992.

En el que, junto con ese plazo máximo de seis meses, también se establece un plazo menor –de tres meses– para aquellos certificados en los que no se explicita su caducidad.

97. Vid. MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador...», *cit.*, pg. 90.

98. Art. 1865 CC.

99. Vid. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 398 y 399.

100. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIES PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», *cit.*, pg. 347.

101. Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 127.

102. Vid. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 218.

103. Art. 50.2 RD 116/1992.

Cuando la prenda recae sobre *valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial*, serán aplicables también los artículos 320 y ss. CCom, en los que se dispone la necesidad de que la prenda se formalice en *escritura pública o en póliza intervenida por Corredor Colegiado de Comercio*<sup>104</sup> –es decir, el régimen que prevé el art. 1865 CC–<sup>105</sup>. Sin embargo, hemos de entender que es ésta tan sólo una exigencia formal, es decir, no se hará depender de este requisito la eficacia de la prenda, pues, como hemos dicho, por imperio del artículo 10.2 LMV, la oponibilidad frente a terceros de la prenda de valores anotados depende de la inscripción registral y no de la formalización en documento público<sup>106</sup> –*vid.* también, acerca de la inscripción registral de la prenda sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, art. 39 RD 116/1992, que remite a los arts. 50 y 51 RD 116/1992–<sup>107</sup>.

#### 2.4. Ejercicio de los derechos correspondientes a los valores pignorados.

En este tema es preciso tener presentes las especificidades que se desprenden del hecho de que, en la prenda de valores anotados, *no se produce realmente un desplazamiento posesorio* del bien pignorado.

Para el estudio de esta cuestión nos será de utilidad tener como término de referencia el conjunto de derechos que otorga a su titular el valor *acción*, pues es éste el valor que comprende un conjunto más amplio de derechos<sup>108</sup>.

---

Sí que se muestra riguroso el art. 50 RD 116/1992 en la exigencia de que, en todo caso, las Entidades encargadas del registro se procuren «la debida *acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos*» –art. 50.4 RD 116/1992–.

104. Así, cuando el acreedor pignoraticio quiera realizar su deuda sobre los valores, deberá entregar «a los organismos rectores del correspondiente mercado secundario oficial *la póliza o escritura de préstamo, acompañada (...) del certificado acreditativo de la inscripción de la garantía, expedido por la entidad encargada del correspondiente registro contable*» –art. 322.1 CCom–.  
*Vid.* también SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como objeto de derechos reales...», *cit.*, pg. 450.
105. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 110.
106. Observa SÁNCHEZ CALERO que la prenda de valores anotados sólo será oponible a terceros desde el momento de su inscripción en el registro contable y no desde el día de la formalización de la póliza o la escritura (cfr. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 110).
107. Especialmente interesantes, sobre la oponibilidad de la prenda de valores anotados, son las observaciones que hace DÍAZ MORENO, distinguiendo entre la oponibilidad *frente a los acreedores del constituyente de la garantía* y la oponibilidad *frente a los terceros adquirentes de los valores* (*vid.* «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 398 a 414).
108. *Vid.* art. 48 LSA, en el que, bajo la rúbrica «La acción como conjunto de derechos», se hace mención de la mayoría de éstos, si bien no se hace referencia a todos, pues se omiten, entre otros, el *derecho de transmisión*, el de *impugnación de acuerdos sociales*, el *derecho de separación*. La bibliografía sobre este particular es amplia, a título indicativo, pues se escapa del objeto de nuestro trabajo el análisis pormenorizado de esta cuestión, *vid.* GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Curso...*, Tomo I, 7.ª ed., *cit.*, pgs. 517 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 15.ª ed., *cit.*, pgs. 212 y ss.; URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho mercantil*, 14.ª ed., *cit.*, pgs. 220 y ss.; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pgs. 253 y ss.; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio...*, Tomo I, volumen 1.º, *cit.*, pgs. 481 y ss., esp. 488 y ss.  
Específicamente, sobre el ejercicio de los derechos de socio titular de valores pignorados, *vid.* SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., «Prenda y embargo de acciones», *cit.*, pgs. 798 a 816.

Como principio general habrá de entenderse que el ejercicio de los derechos continúa correspondiendo al titular de los valores y que el acreedor pignoraticio deberá facilitar dicho ejercicio<sup>109</sup>.

Entrando en el análisis del ejercicio de los distintos derechos que pueden derivarse de la titularidad de los valores, en primer lugar, podemos plantearnos cómo deben ejercerse los llamados *derechos económicos*: el derecho al dividendo o a la percepción de intereses, el derecho al reembolso del principal por amortización de los valores, derecho de suscripción preferente de acciones nuevas, derecho a la conversión de obligaciones convertibles, derecho a la cuota correspondiente por liquidación de la sociedad o reducción de capital, etc. Por lo que se refiere al ejercicio de estos derechos la pignoración de los valores, en la mayoría de los casos, influye muy poco. Es decir, la entidad encargada del registro se dirigirá directamente al titular de los valores –y no al acreedor pignoraticio– para rendirle cuentas de cuanto a este tema se refiera, ya que, en virtud del artículo 11 LMV es él el titular legitimado<sup>110</sup>. Además, ha de tenerse presente que, habitualmente, el ejercicio de estos derechos se realizará de modo automático<sup>111</sup>, puesto que, al no tener modalidades en su forma de ejercicio, la Entidad encargada actuará de oficio y se limitará a informar al titular *a posteriori*.

Este principio de ejercicio directo de los derechos por el titular de los valores, a pesar de que éstos se encuentren sometidos a prenda, viene claramente enunciado para las acciones en el artículo 72 LSA<sup>112</sup>. Con relación a los demás tipos de valores anotados, parece lo más acertado seguir el mismo criterio<sup>113</sup>.

Sí que merece comentario el derecho a la percepción de intereses o prestaciones periódicas y el derecho al reembolso del principal en caso de amortización.

Con relación al primero de ellos, se plantea si es aplicable a la prenda de valores anotados el contenido del artículo 1868 CC<sup>114</sup>, en el que se establece que «si la prenda produce intereses, *compensará* el acreedor los que perciba con los que se le deben; y si no se le deben, o en cuanto excedan de los legítimamente debidos, los *imputará al capital*». Parece que la cuestión debe resolverse respondiendo negati-

109. Así se pronuncia, con relación a las acciones de sociedad anónima, el art. 72.1 LSA. El art. 73 LSA recoge el mismo principio para el caso del embargo de acciones, siempre que sea compatible con el régimen específico del embargo.

Vid. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., «Prenda y embargo de acciones», *cit.*, pgs. 798 a 804.

110. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 303.

«No obstante cabría pacto en contrario que, para que surtiese efectos ante la entidad encargada de la anotación en cuenta correspondiente habría de serle notificado» (*op. cit.*, pg. 303).

111. No sucede así con el ejercicio del derecho de suscripción preferente, o con el de conversión de obligaciones en acciones, o derechos similares, en los que será preciso que la Entidad encargada consulte previamente al titular de los valores cuál es su opinión al respecto.

112. «En el caso de prenda de acciones corresponderá al propietario de éstas, salvo disposición contraria de los estatutos, el ejercicio de los derechos de accionista».

113. Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 416.

114. Vid. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., «Prenda y embargo de acciones», *cit.*, pg. 808.

Un análisis detallado del contenido del art. 1868 CC en MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ, J. M., «La prenda de cosa fructífera...», *cit.*, pgs. 1096 y ss.



vamente<sup>115</sup>. El artículo 1868 CC no es aplicable a la prenda de valores anotados, toda vez que es un artículo claramente fundamentado sobre el hecho de que el bien pignorado se encuentre en posesión del acreedor. Este artículo no está atribuyendo al acreedor pignoraticio un derecho sobre los frutos de la cosa —pues no es ésa la naturaleza del derecho de prenda<sup>116</sup>, sino del de anticresis—. El artículo 1868 CC no extiende la prenda a los frutos en intereses, tan sólo admite la compensación como forma de extinción de la obligación del deudor, partiendo de la posición de poseedor en que se encuentra constituido el acreedor pignoraticio. Como esa situación no se reproduce en la prenda de valores anotados, no procede buscar la predicación analógica del contenido del artículo 1868 CC al ámbito de los valores anotados<sup>117</sup>.

En cuanto al ejercicio del derecho a *reembolso del principal por amortización*, sí que será determinante el hecho de que los valores se encuentren pignorados<sup>118</sup>. Parece evidente que si la amortización de los valores se produce antes de que llegue el vencimiento de la obligación garantizada, el importe resultante de la amortización deberá resultar indisponible para el titular de los valores. La inmovilización que existía con relación a los saldos de valores pignorados se trasladará al importe de la liquidación, que deberá depositarse en una cuenta a la que no podrá acceder el deudor pignoraticio sin consentimiento del acreedor<sup>119</sup>.

El ejercicio de los *derechos políticos* seguirá correspondiendo al titular de los valores pignorados, que se valdrá para ello de los certificados que al efecto expida a su favor la Entidad encargada del registro contable<sup>120</sup>.

115. De esta opinión se manifiesta la mayoría de nuestra doctrina, *vid.* GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, pg. 262; SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima*, Roma-Madrid, 1955, pg. 162; URÍA (en GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J./URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Tomo I, *cit.*, pgs. 493 y 494); BALLARÍN MARCIAL, A., «Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada», en *RDM*, 1956, pgs. 310 y 311. También son de este parecer RUBIO y BÉRGAMO —citados por SÁNCHEZ GONZÁLEZ (en «La acción como objeto de derechos reales...», *cit.*, pg. 450)—. *Contra* GARRIGUES (en *Contratos bancarios*, *cit.*, pg. 311, donde defiende la aplicación del art. 1868 CC a los títulos pignorados, con el consiguiente reconocimiento del derecho del acreedor pignoraticio a percibir los intereses o dividendos). Téngase presente, sin embargo, que este debate doctrinal tuvo lugar con anterioridad a la promulgación de la LSA de 1989. Después de esta fecha han continuado vertiéndose opiniones contrastadas. En contra del reconocimiento del ejercicio del derecho en favor del acreedor prendario se muestra SÁNCHEZ-PARODI PASCUA (en «Prenda y embargo de acciones», *cit.*, pg. 809); también parece de esta opinión SÁNCHEZ GONZÁLEZ (en «La acción como objeto de derechos reales...», *cit.*, pg. 450); *contra* PANTALEÓN PRIETO, F., «Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo...», *cit.*, pgs. 122 y 123.
116. Ya que nuestro Código civil *no regula la prenda fructífera* (cfr. MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ, J. M., «La prenda de cosa fructífera...», *cit.*, pg. 1108).
117. *Vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 416 a 418.
118. Con relación al procedimiento de amortización de valores anotados, *vid.* art. 40 RD 116/1992.
119. Esta es la solución adoptada con relación a la Deuda Pública anotada —*vid.* art. 17 OM 19 marzo 1987 y norma sexta de la Circular del Banco de España 16/1987, de 19 mayo—, en consonancia con los arts. 5 LHM y 40 LCS. *Vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 419.
120. *Vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 419 a 421.

Si el titular de los valores pignorados ejercita el *derecho de transmisión*, el adquirente de los valores no recibirá la titularidad plena sobre ellos<sup>121</sup>; en tanto que se mantenga el gravamen, el adquirente deberá soportar que su potestad dominical se encuentre restringida<sup>122</sup>. Por lo que al procedimiento se refiere<sup>123</sup>, será preciso que la Entidad encargada del registro contable, en cuanto se practique la inscripción, notifique al acreedor pignoraticio la transmisión –ya que este hecho supone que ha cambiado el titular del bien con el que se garantiza el pago de su crédito–. Además, el acreedor pignoraticio, tan pronto como le sea notificada la transmisión, deberá restituir el certificado acreditativo que se hubiese expedido a su favor, sin perjuicio de que pueda solicitar la expedición de un nuevo certificado, que acreditará su derecho<sup>124</sup> conforme a la nueva configuración de la titularidad de los valores pignorados<sup>125</sup>. Si el deudor del crédito garantizado incumpliese, el acreedor pignoraticio realizará su deuda sobre los valores, sin que la transmisión que éstos han sufrido influya negativamente en su facultad para ejercer el *ius distrahendi*<sup>126</sup>.

## 2.5. Ejecución de la prenda.

Si el acreedor pignoraticio tuviera que realizar su deuda sobre los valores, por haber resultado impagada la obligación principal que garantizaban, dispone de varios cauces para ejecutar la prenda y hacer efectivo su derecho<sup>127</sup>.

121. Antes de la promulgación del RD 116/1992 –en el que se regula el procedimiento para la transmisión de los valores pignorados–, objetaba DÍAZ MORENO que «tal y como está diseñado el régimen de anotaciones en cuenta en la LMV, esto es, sin previsión acerca de un auténtico sistema de publicidad– la seguridad, la certeza y, por tanto, la eficiencia del sistema, requieren considerar intrasmisibles los valores empeñados» –el subrayado es nuestro– (cfr. «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 414).

Abogando por la posibilidad de que los valores pignorados puedan ser transmitidos –creo que es la opción menos restrictiva para las facultades del titular de los valores y, por tanto, la que debe adoptarse, si ello es posible–, propugnaba este Autor el establecimiento de «un sistema que permita a los interesados cerciorarse de que los valores que están en trance de adquirir se encuentran libres de cargas o, en su caso, conocer los gravámenes que pesen sobre ellos». Rondando lo que se ha definido como solución definitiva, sugería DÍAZ MORENO que «a tal efecto podrían ser útiles los certificados a que se refiere el art. 12.3 LMV. Estos documentos –que acreditan la legitimación para transmitir o para ejercitar los derechos– podrían incluir una mención referente a las cargas o gravámenes que pesaran sobre los valores a que se refieren» (cfr. *op. cit.*, pg. 413 y nota 102).

De la misma opinión –que, a la vista de lo dispuesto por el art. 50.3 RD 116/1992, no podemos compartir– se manifestaba ANGULO RODRÍGUEZ (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 303).

122. Cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pgs. 218 y 219.

123. Previsto en el art. 50.3 RD 116/1992.

124. Ya que, lógicamente, «seguirá gozando de su derecho real de garantía conforme al principio de prioridad que ampara su inscripción anterior» (cfr. MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», *cit.*, pg. 219).

125. Esta obligación que se impone al acreedor pignoraticio, de tener que estar restituyendo y solicitando la reexpedición de certificados, podría resultar incómoda si los valores pignorados son objeto de frecuentes transmisiones en un breve período de tiempo, lo cual –en cuanto reminiscencia de las *servidumbres del papel* de las que se ha pretendido huir con los valores anotados– es criticable y discordante con los criterios inspiradores del sistema de anotaciones en cuenta.

126. *Vid.* art. 322 CCom, redactado por la Disp. Adic. 4.<sup>a</sup> LMV.

127. La LMV, sin embargo, no se ha ocupado de esta cuestión y tampoco lo ha hecho el RD 116/1992 (*vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 429).

Uno de ellos es el procedimiento del artículo 322 CCom –reformado por la Disp. Adic. 4.<sup>a</sup> LMV–. El acreedor sólo podrá acudir a este procedimiento cuando: 1.<sup>o</sup>) se trate de *valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial* y 2.<sup>o</sup>) además, el préstamo o crédito garantizado se derive de un *contrato formalizado en póliza intervenida por Corredor Colegiado de Comercio o en escritura pública*<sup>128</sup>. En este caso el acreedor aportará a los órganos rectores del mercado<sup>129</sup> la póliza o escritura en la que se haya formalizado el préstamo<sup>130</sup>, acompañada «del certificado acreditativo de la inscripción de la garantía, expedido por la entidad encargada del correspondiente registro contable»<sup>131</sup>.

Después de realizar las oportunas comprobaciones, el organismo rector del mercado dará curso a la enajenación de los valores pignorados, «en el mismo día en que reciba la comunicación del acreedor, o, de no ser posible, en el día siguiente, a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial»<sup>132</sup>.

El acreedor pignoraticio sólo podrá acudir al procedimiento ejecutivo especial del art. 322 CCom en el *plazo de los tres días hábiles siguientes al vencimiento del préstamo*<sup>133</sup>. A la rapidez de este procedimiento contribuye el hecho de que no será preciso requerir de pago al deudor, ni será precisa su citación ni la del dueño de la prenda –si fuese distinto del deudor– para su participación en la ejecución<sup>134</sup>.

El acreedor pignoraticio también podrá ejecutar la prenda acudiendo a los *procedimientos judiciales ordinarios*, o bien por medio del *procedimiento específico que*

128. Art. 320.1 CCom.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 110; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 303; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 429 y 437; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 129.

129. Si se trata de valores negociados en Bolsa, el organismo competente será la Sociedad de Bolsas –cuando los valores se encuentren incluidos en el Sistema de Interconexión Bursátil– o la Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente –si los valores son cotizados en una sola Bolsa– (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 129).

130. Si bien, «aunque el art. 322 parece dar a entender que dicha garantía ha de prestarse en la propia póliza o escritura de préstamo o crédito, estimamos posible (...) que se estipule póliza o escritura de pignoración en garantía de préstamos o créditos futuros. En este supuesto, se acompañaría al documento público de instrumentalización del préstamo o crédito aquel en que se formalizó la garantía.» (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 129).

131. Art. 322.1 CCom.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 110.

132. Art. 322.2 CCom; *vid.* también art. 36 LMV.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 129.

Sobre la participación de un miembro del correspondiente mercado en la enajenación de los valores, *vid.* DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pgs. 438 y 439.

133. Art. 322.3 CCom.

Aunque «parece que este plazo podrá ser ampliado por acuerdo entre las partes en el correspondiente póliza o escritura» (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 128).

134. A diferencia de lo previsto en el procedimiento del art. 1872 CC.

Cfr. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 430; MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas...», *cit.*, pg. 128.

hubiese pactado con el deudor<sup>135</sup>, como puede ser, por ejemplo, el procedimiento con intervención de Corredor Colegiado de Comercio, establecido en el artículo 1482.2 LECiv<sup>136</sup>.

### 3. TRANSMISION DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTROS GRAVAMENES SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

Además de ocuparse de su constitución, el RD 116/1992 dedica también especial atención a la transmisión de los derechos reales limitados y demás gravámenes sobre valores anotados<sup>137</sup>.

Hay dos circunstancias en la transmisión de gravámenes sobre valores anotados que la revisten de un claro carácter excepcional. La primera de ellas es que los valores gravados, mientras que están sometidos al gravamen –y, en consecuencia, desglosados en cuenta–, pierden la fungibilidad que es propia de los valores anotados<sup>138</sup> y, por esta razón, no pueden ser sometidos al régimen ni a los procedimientos habituales de negociación de los valores anotados<sup>139</sup>.

La otra circunstancia que concurre en la transmisión de gravámenes sobre valores anotados es que no podrán considerarse operaciones de mercado secundario oficial<sup>140</sup>. Es requisito esencial de las operaciones de mercado secundario oficial que sean realizadas por título de compraventa<sup>141</sup>. En consecuencia, la transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores anotados *deberá efectuarse fuera de los mercados secundarios oficiales*<sup>142</sup>.

135. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 303.

En efecto las partes, en ejercicio del principio de autonomía de la voluntad y dentro de los límites del art. 1255 CC, pueden configurar el procedimiento de ejecución de la prenda conforme a la medida de sus necesidades. Así, DÍAZ MORENO sugiere, por ejemplo, que las partes pueden ampliar de común acuerdo el brevísimo plazo de tres días previsto por el art. 322 CCom e, incluso, pactar que sea posible acudir al procedimiento del art. 322 CCom aunque el préstamo no hubiese sido formalizado en documento público (*vid.* «La prenda de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 438 y nota 138).

136. Modificado por la Disp. Adic. 5.<sup>a</sup> LMV.

137. Arts. 50, 51 y 39 RD 116/1992.

138. Art. 17 RD 116/1992.

En el art. 17 RD 116/1992 se establecen los términos conforme a los cuales se entenderá que los valores anotados son «fungibles entre sí».

La pérdida de la fungibilidad de los valores pignoralados viene establecida en el art. 17.3 RD 116/1992, en el que se lee: «Lo dispuesto en los números precedentes se entiende *sin perjuicio de las necesidades de especificación o desglose* de valores inscritos derivadas de situaciones especiales, como la *constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes*».

139. Con relación a los valores cotizados en Bolsa, *vid.* art. 39.2 RD 116/1992.

En el art. 39.2 RD 116/1992 se dispone que los valores *afectados por desgloses* –como consecuencia de la constitución de un derecho real limitado sobre ellos o su sometimiento a gravamen– «no podrán ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que las Bolsas tengan establecidos»; añade este artículo que «las Entidades adheridas no los pondrán a disposición del Servicio en el proceso de compensación y liquidación».

140. Art. 37 LMV.

141. Art. 36 LMV.

142. También en el supuesto de que los valores pignoralados se encontrasen admitidos a negocia-

a) El artículo 51 RD 116/1992 se ocupa de estas transmisiones cuando afectan a *valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*.

En este ámbito no existe la diferenciación que se desprende de los artículos 36 y 37 LMV. Por eso dispone el artículo 51.1 RD 116/1992 que la inscripción de la transmisión se practicará de acuerdo con las reglas previstas para la transmisión del dominio pleno<sup>143</sup>.

Se deduce del artículo 50.3 RD 116/1992 que el transmitente del gravamen deberá entregar a la Entidad encargada el certificado acreditativo de su derecho que se hubiera expedido a su favor<sup>144</sup>.

b) En el artículo 39 RD 116/1992 se contempla la *transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*. En cuanto a la forma de acreditación de la transmisión ante la Entidad adherida, las normas son las establecidas en los artículos 50 y 51 RD 116/1992.

Pero, una vez practicada la inscripción, la Entidad adherida no podrá dar curso a la transmisión ni practicar ulteriores inscripciones mientras que no tenga constancia de que la transmisión ha sido comunicada al organismo rector del mercado en el que se encuentran admitidos a negociación los valores gravados<sup>145</sup>. La necesidad de esta comunicación y el rigor con que se exige se desprenden de la obligación que pesa sobre los organismos rectores de los mercados de mantener la transparencia dentro de éstos, así como de velar por la correcta formación de los precios y la protección de los inversores<sup>146</sup>. Para cumplir este cometido es preciso que los órganos rectores de los mercados dispongan de la mayor información posible y aseguren su difusión<sup>147</sup>.

#### 4. CARACTERES ESPECIFICOS DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVAMENES SOBRE VALORES DE DEUDA PUBLICA ANOTADA

Los derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores de Deuda Pública anotada presentan algunas características específicas. Estas singularidades son

- ción en un mercado secundario oficial, para la transmisión de la prenda habrá que acudir a cauces distintos de los sistemas de contratación interna del correspondiente mercado.
143. Contempladas en el art. 50 RD 116/1992.  
*Vid. ESPINA PÉREZ, D., Las Anotaciones en cuenta..., cit., pg. 550.*
144. Y, en este caso –al contrario del supuesto que contempla el art. 50.3 RD 116/1992– ya no tendrá derecho a que se le expida uno nuevo.
145. Arts. 39.2, proposición segunda, 38.2 RD 116/1992 y 37 LMV.  
La regulación de detalle de este deber de notificación o comunicación a los organismos rectores de los mercados ha sido llevada a cabo por los arts. 8 y 10 a 14 RD 1416/1991.  
En el art. 8.2 RD 1416/1991 se dispone cuáles son los datos que debe comprender la comunicación de la transmisión al organismo rector del mercado: «La referida comunicación, además de indicar qué valores se han transmitido, deberá mencionar la identidad del transmitente y del adquirente, el título o causa de la transmisión, la fecha de ésta y, si es el caso, la contraprestación recibida».
146. *Vid. ARRANZ PUMAR, G., «Comunicación sobre transmisiones de valores», cit., pgs. 61 y 62.*
147. Así, dice el art. 13 LMV: «La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transpa-

debidas, fundamentalmente, al *régimen y estructura particulares que presentan los registros contables de Deuda Pública anotada* —distinto del establecido con relación a los demás valores anotados—<sup>148</sup>.

El RD 505/1987 contempla la constitución de derechos reales u otra clase de gravámenes, pero se ocupa tan sólo de algunos aspectos, sin llegar a detallar su régimen<sup>149</sup>.

Prescribe el artículo 2.2 RD 505/1987 que la constitución de prenda y demás derechos de garantía sobre anotaciones en cuenta se comunicará a la Central de Anotaciones, «que procederá a su *desglose* dentro de las cuentas incluidas en la Central, de forma que permita la individualización e identificación de los saldos en garantía, y extenderá la certificación oportuna»<sup>150</sup>. El desglose de los valores provocará la *indisponibilidad* de éstos por el deudor, de modo que el acreedor pignoraticio, caso de incumplimiento de la obligación garantizada, podrá enajenar los valores realizando su crédito sobre ellos<sup>151</sup>.

La comunicación de la constitución de la prenda o derecho de garantía a la Central de Anotaciones la realizará la Entidad Gestora correspondiente. Si la titularidad de los valores gravados correspondiese a la propia Entidad Gestora, el desglose e individualización en las cuentas de la Central se hará con cargo al propio saldo de valores que tenga la Entidad Gestora en su calidad de titular directo; si la titularidad de los valores gravados correspondiese a un cliente de la Entidad Gestora, el desglose e individualización se realizará con cargo al saldo de la cuenta de terceros que la Entidad Gestora tenga abierta en la Central<sup>152</sup>.

En cuanto a los elementos personales intervinientes en la relación, puede suceder que, en una prenda de valores, el acreedor pignoraticio sea la propia Entidad Gestora. Así sucedería si el titular de los valores ha solicitado un crédito para la adquisición de la Deuda Pública y el acreditante es una entidad bancaria que tiene la condición

---

rencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines».

Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Comunicación de las transmisiones...», *cit.*, pg. 190.

148. Vid. *supra* III.2.2.2.

149. Arts. 2, párrs. 2 y 3, y 12.3 RD 505/1987.

Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 122; MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.*, pg. 18.

150. Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE, J., «Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 669; MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.*, pg. 18; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 287.

Vid. también art. 17.1 OM 19 mayo 1987.

El desglose, como sabemos, tiene como finalidad individualizar e identificar unos valores que, debido al gravamen que pesa sobre ellos, no pueden ser fungibles con los restantes de su misma emisión.

151. Cfr. MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.*, pg. 19.

152. Art. 6.4 RD 505/1987.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 287.

de Entidad Gestora y el acreditante garantiza el crédito con la propia Deuda Pública anotada<sup>153</sup>.

La comunicación de la constitución de la prenda y el desglose de los valores no son suficientes para que la prenda tenga efectos *erga omnes*, pues el régimen específico de este derecho exige que para ello la fecha de constitución de la prenda conste en *instrumento público*<sup>154</sup>.

Cuando sobre los valores «se constituya algún derecho o traba que impida la fungibilidad con los restantes de la misma emisión»<sup>155</sup> cabe distinguir tres supuestos distintos:

a) Si se trata de una traba por *embargo o retención* que afecta a *valores de titulares directos de cuentas* en la Central de Anotaciones, la autoridad judicial o administrativa que haya ordenado la traba podrá comunicarlo directamente a la Central para que esta proceda al desglose<sup>156</sup>.

b) Si los valores trabados corresponden a un titular indirecto el desglose no podrá hacerse en la Central, ya que allí no es posible la individualización de sus valores, sino que la autoridad judicial o administrativa deberá dirigirse a la Entidad Gestora de la que sea cliente el titular de los valores. La Entidad Gestora deberá practicar el desglose en sus cuentas y comunicarlo a la Central de Anotaciones, para que ésta, a su vez, practique un desglose con cargo al saldo de terceros de aquella Entidad Gestora. Cuando la Central de Anotaciones haya practicado el desglose, extenderá la certificación a la que se refiere el artículo 17.1 *in fine* OM 19 mayo 1987 y la remitirá a la autoridad judicial o administrativa correspondiente<sup>157</sup>.

c) Cuando se trate de la constitución de un *usufructo* será la Entidad Gestora la que realice la comunicación a la Central de Anotaciones.

---

153. Cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 123.

154. Art. 1865 CC.

Cfr. MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...», *cit.* pg. 19.

155. Arts. 2.3 RD 505/1987 y 17.1 OM 19 mayo 1987.

156. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pg. 287; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 124.

157. Cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta», *cit.*, pg. 124; ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *cit.*, pgs. 287 y 288.

## Conclusiones

### **I. Catalogación del sistema de anotaciones en cuenta de la LMV como un modelo mixto o de desmaterialización total facultativa.**

La LMV establece en España un *sistema generalizado de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, que da cabida a todo tipo de valores negociables, tanto públicos como privados*. El régimen establecido por la LMV no impone que los valores negociables deban representarse en todo caso por medio de anotaciones en cuenta. Sigue subsistiendo la posibilidad de representación por medio de títulos-valores –así, en el art. 5 LMV se afirma que «los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos»–. Es, por tanto, un sistema de *desmaterialización total facultativa*.

La solución aportada por el sistema de anotaciones de la LMV confirma el sistema del RD 505/1987 y –por lo que a desmaterialización de los valores se refiere– sitúa nuestro sistema financiero en lo que parece la senda definitiva –dentro de la que todavía caben mejoras y desarrollos del sistema, pues no hay más que recordar, las numerosas remisiones contenidas en la LMV a ulteriores desarrollos reglamentarios<sup>1</sup>.

### **II. El sistema de anotaciones en cuenta es fundamentalmente un sistema registral.**

Las anotaciones en cuenta, como forma de representación de los valores negociables, han podido configurarse como un *sistema tabular* –o, con mayor precisión, podemos decir un *sistema registral*–, alternativo al *sistema cartular* de los títulos-valores gracias a la presencia de elementos propios del sistema inmobiliario registral. Es decir, la componente de Derecho registral, que integra el régimen jurídico de los valores anotados, es la que ha permitido que éstos se constituyan como un sistema nuevo, distinto del de los títulos, un sistema *sustitutivo*, superador de los sistemas correctores<sup>2</sup>.

---

1. Vid. Epígrafe II.3.1.2.  
2. Vid. Epígrafe V.2.2.



### III. Concepto y definición de valor anotado en cuenta.

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

De acuerdo con esta concepción, sugerimos 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>3</sup>

### IV. Mayor precisión conceptual de la denominación «valores anotados» frente su alternativa «derechos-valores».

En efecto, es más acertada la expresión *valores anotados* que su alternativa *derechos-valores*. Puede predicarse del término «valores anotados» la misma virtud que reside en el ya consagrado «título-valor» y es que en ambos se hace *mención explícita tanto del elemento objetivo de la institución, como del elemento formal*. En las dos figuras el elemento objetivo es el *valor*. En los títulos-valores el elemento formal –la forma de representación del valor– es un *documento* y a él se hace referencia con la palabra «título»; en los valores anotados la forma de representación es la *anotación en cuenta* y de ello se deja constancia al adjetivar estos valores como «anotados».

Por contraposición al concepto de título-valor, los valores representados por medio de anotaciones en cuenta pueden ser denominados *derechos-valores*. Pero lo cierto es que el término *derechos-valores* no tiene tradición en nuestra doctrina y resulta muy poco definitorio. Por eso, sin dejar de afirmar que los valores a los que nos referimos están integrados dentro de la categoría que la doctrina alemana identifica como *Wertrechte*, podemos acudir a la expresión *valores anotados* para denominar esta institución<sup>4</sup>.

### V. Preferencia de nuestro ordenamiento por las anotaciones en cuenta –frente a los títulos-valores– como forma de representación de los valores negociables.

A pesar del carácter facultativo que tiene el sistema español de anotaciones en cuenta, no hay que pasar por alto la clara tendencia favorable de nuestro ordena-

3. Vid. Epígrafe IV.4.3.

4. Vid. Epígrafes V.1.1 y V.1.2.2.

miento a propiciar la generalización de los valores anotados. Lo más representativo en este sentido es la medida adoptada por la Disposición Adicional 1.<sup>a</sup>.5 LSA, conforme a la cual «las acciones y las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta». Es también muy significativo, por otro lado, que la LMV afirme en el número segundo de su Exposición de Motivos que la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta «conducirá a una *previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos-valores*»<sup>5</sup>.

#### VI. Aplicación a los valores anotados de elementos del régimen de los títulos-valores.

Algunos autores consideran las anotaciones en cuenta como una forma evolucionada del título-valor, el régimen jurídico aplicable a los valores anotados sigue siendo el mismo que el de los títulos. No es ésta, sin embargo, nuestra postura, pues nos parece que lo más acertado es comprender la anotación en cuenta como una figura distinta del título-valor. Pero no tenemos intención de negar la clara inspiración de una figura en la otra y admitimos lo que no es sino una *lógica consecuencia* de tal inspiración: la adopción de elementos del régimen de los títulos-valores como parte integrante del régimen de los valores anotados<sup>6</sup>.

#### VII. Incidencia de la forma de representación en la naturaleza del derecho subjetivo representado.

Entendemos que es precisamente la forma de representación la que determina la esencia de un valor, tanto cuando es representado en forma de título-valor –acto en virtud del cual el valor escapa al régimen de la cesión de créditos y pasa a formar parte de una categoría nueva, con su propio régimen–, como cuando es representado por medio de anotación en cuenta –forma de representación que, igualmente, atribuye al valor una naturaleza propia, una esencia específica–<sup>7</sup>.

#### VIII. Naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta.

El eje o centro de apoyo de la construcción dogmática de los valores anotados cambia radicalmente con relación al que lo fuera en la concepción de los títulos-valores. Ya no es el documento, sino el *registro*.

La titularidad sobre el valor ya no viene determinada por la posesión del documento en concepto de dueño, sino que ahora es el *titular inscrito en el registro contable* el que se presume titular legítimo –arts. 11.1 LMV y 15.1 RD 116/1992–.

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

5. Vid. Epígrafe II.3.1.2.

6. Vid. Epígrafe V.2.1.

7. Vid. Epígrafes V.1.1; V.2.1 y II.2.1.

afirmar que *la titularidad sobre los valores anotados, en cuanto titularidad registral, es una titularidad real*—que no opera tan sólo respecto a la sociedad emisora, sino también respecto a los terceros en general—. El titular del valor podrá hacer efectiva su legitimación frente a terceros en todos los ámbitos—cumpliéndose así el llamado *aspecto externo del derecho real*—, no sólo en el ejercicio de los derechos comprendidos por el valor, sino también en cuanto se refiere al poder de disposición sobre los valores: es decir, el titular de los valores ha de 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—<sup>8</sup>.

### IX. Naturaleza contable de los valores anotados.

Uno de los rasgos más determinantes de la naturaleza de los valores anotados es su carácter contable. La normativa relativa a los valores anotados en cuenta trata de modo explícito y reiterado aquellos aspectos conforme a los cuales se puede predicar la dimensión contable de estos valores—*vid.*, entre otros, los arts. 6, 7, 8, 9, 11 y 12 LMV, 3, 4, 6, 7 y 8 RD 116/1992 y un largo etcétera—.

Sin embargo, es este un aspecto que ha pasado inadvertido a la mayor parte de la doctrina—o, al menos, que apenas ha sido objeto de comentario—.

La consideración de los valores anotados en cuenta como una realidad de *naturaleza contable* se muestra en total consonancia con el concepto de *valor negociable* que es manejado por la LMV, ya que la *negociabilidad* de los valores, como sabemos, se define prestando especial atención a los términos económicos en que se produce la transmisión—*vid.* EM LMV, número segundo—. Por ello el *hecho contable*—como forma de *representación* de la realidad económico-social— resulta un marco propicio para acoger los valores negociables; con mayor motivo, además, si pensamos que el origen del hecho contable y del Derecho es compartido: el interés por introducir *orden* en la conducta del hombre en sociedad. En el caso del hecho contable, la preocupación por el orden se traduce en «expresar lo cualitativo en términos cuantitativos». La expresión de lo cualitativo en términos cuantitativos es, efectivamente, el tratamiento que reciben los valores anotados, que son agrupados en *saldos* dentro de los *registros contables* de valores para posibilitar la atribución de titularidades entre los sujetos que ostenten derechos sobre ellos—*vid.*, entre otros, art. 31 RD 116/1992—.

Además, desde una perspectiva funcional, ya en los *sistemas correctores* la transmisión de los valores por medio de operaciones contables se reveló como un *cauce seguro*, en el que eran menores los riesgos de robo, extravío, falsificación de los títulos, etc.<sup>9</sup>

8. *Vid.* Epígrafe V.1.2.2.1.

9. *Vid.* Epígrafe V.3.

### X. El pacto de transferencia en el régimen de los valores 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. 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, 31.4 RD 116/1992–.

En el ámbito bancario, en ocasiones, resulta difícil esclarecer *cuándo ha tenido lugar el pacto de transferencia*; 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 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 –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) y 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 –*vid.* arts. 9.1 LMV, en el que se impone que «la transmisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta *tendrá lugar por transferencia contable*», y 12.1 RD 116/1992–<sup>10</sup>.

### XI. La transferencia contable no constituye ninguna categoría de negocio jurídico.

La transferencia de valores, que es un elemento necesario para que pueda verificarse la transmisión de éstos, no tiene la condición de *negocio jurídico*: es un *acto jurídico*. La transferencia, en sí misma considerada, no es más que una *operación contable* –un mecanismo económico–, que puede integrarse en un negocio jurídico como un elemento más<sup>11</sup>.

### XII. El pacto de contabilidad en el régimen de los valores anotados en cuenta.

Hay otro aspecto que tampoco ha sido tratado por la incipiente doctrina del ámbito de los valores anotados y que es fundamental para un adecuado desarrollo

10. *Vid.* Epígrafe V.3.2.1.

11. *Vid.* Epígrafe V.3.2.1.

de la transferencia contable de valores: nos referimos a la existencia de un *pacto de contabilidad* entre el titular de los valores y la Entidad encargada de la llevanza del registro contable. En el Derecho bancario encontramos que el pacto de cuenta corriente es comprensivo de un pacto de contabilidad, por el que se traslada al banco la responsabilidad u obligación de llevar la contabilidad de las relaciones contenidas en la cuenta e informar periódicamente de la evolución y resultado de esa contabilidad.

Cabe entender, por analogía con el contrato de cuenta corriente bancaria, que, en el caso que nos ocupa, efectivamente la Entidad encargada del registro asume la llevanza de la contabilidad –*vid.* art. 278 CCom– y que, por su parte, el titular de los valores debe contestar manifestando su conformidad o no con el saldo de la cuenta<sup>12</sup>.

### **XIII. Autonomía de la voluntad y transferencia contable de valores.**

A raíz de algunas de las consideraciones que hemos formulado –relativas a la ausencia de pacto de transferencia y de aceptación del abono en la transferencia contable de valores anotados en cuenta–, podemos observar que *los márgenes de la autonomía de la voluntad se ven más recortados en la transferencia contable de valores que en la transferencia bancaria*<sup>13</sup>.

**XIV. El cauce por el que se ha alcanzado la desmaterialización de los valores anotados no ha sido el recurso a la informática, sino la inclusión de elementos de Derecho registral en el régimen jurídico de estos valores. La informatización de los registros no es un elemento configurador de la naturaleza de los valores anotados en cuenta.**

La llevanza informática de los registros de valores anotados ha causado un efecto deslumbrador en algunos sectores de la doctrina, que han acogido este hecho confiriéndole, quizá, una relevancia mayor de la que merece. Es cierto que la herramienta informática –frente a su alternativa, que son los libros de papel– supone una gran ventaja a la hora de agilizar el registro de los valores. Incluso, a la hora de verificar las transmisiones de valores, la informática supone no tan sólo una ventaja, sino un medio insustituible, que ha permitido que el sistema de anotaciones en cuenta devuelva al tráfico sobre valores la seguridad y la celeridad que, en su momento, habían venido de la mano de los títulos. Pero, más allá de estos aspectos operativos –de innegable importancia–, el papel de la informática en el sistema de valores anotados no tiene más relevancia.

Es innecesario introducir la informática en otros ámbitos del régimen de los valores anotados como si se tratara de un elemento esencial en la concepción jurídica de éstos. Especialmente, entendemos que es un error atribuir a la informática el mérito de la nueva concepción de los valores como valores desmaterializados. La función de la informática ha sido una función técnico-instrumental. Por el

12. *Vid.* Epígrafe V.3.2.1.

13. *Vid.* Epígrafe V.3.2.

contrario, lo que ha permitido que, desde la lógica jurídica, se afirme la desmaterialización de los valores ha sido la *configuración de un sistema registral específico* –un sistema registral que habitualmente se gestiona por medios informáticos, pero no simple y llanamente un sistema informático– en el que, gracias a la atribución de fuerza constitutiva a las inscripciones registrales relativas a valores negociables y sin necesidad de servirse de la representación documental, puede tener lugar la constitución de los valores como bienes inmateriales y el ejercicio de los derechos que de ellos se derivan.

En los artículos 5 a 12 LMV, en los que se configura el régimen de los valores anotados, no se hace mención alguna de la informática –tampoco en los arts. 11 a 17 RD 116/1992, que, bajo el título «Régimen jurídico de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta», integran la sección tercera, del capítulo primero, del título primero–. Aparece una referencia a la informática en el artículo 24 RD 116/1992 cuando, al ocuparse del *libro diario de inscripciones*, establece, con carácter potestativo, que «la Entidad encargada o adherida llevará un libro o fichero informático de inscripciones». Cabe, por tanto, la posibilidad de que las anotaciones en cuenta sean llevadas en un libro de papel, pues para la concepción dogmática de las anotaciones en cuenta es indiferente que las inscripciones se efectúen en un libro de papel o en un fichero informático –por supuesto que no nos cabe duda acerca de las ventajas de la informática y de la conveniencia de optar por la informática a la hora de llevar los registros contables de valores; pero, insistimos, aquí lo que pretendemos es disociar el plano práctico del teórico y afirmar que, en este segundo, la informática es prescindible–.

Por lo demás, conviene también observar que la necesidad de dotar de *operatividad* al sistema ha llevado –con acierto– a exigir que en los mercados secundarios –en los que el volumen de las operaciones es siempre elevado– la llevanza de los registros sea siempre informatizada<sup>14</sup>.

#### **XV. El registro de valores anotados es un registro público, aunque su publicidad formal sea defectuosa.**

Afirmar lo contrario, mientras que el régimen de los valores anotados reconoce la publicidad material del contenido de los asientos contables inscritos en el registro –arts. 9 y 11 LMV y 12 y 15 RD 116/1992–, equivale a admitir el establecimiento de una situación de desamparo para los terceros que se relacionan con los titulares de valores anotados.

A pesar de su deficiente publicidad formal este registro llega a generar una situación de apariencia que fundamenta la irreivindicabilidad y la adquisición *a non domino* de valores anotados<sup>15</sup>.

14. Vid. Epígrafes IV.4.1; IV.4.3 y III.1.1.

15. Vid. Epígrafes III.1.2 y VIII.3.1.

## XVI.

Si no fuese público el registro de valores, no tendría fundamento que, al hablar de la presentación de los certificados, los artículos 12 LMV y 18 RD 116/1992 digan que tal presentación es potestativa, dando así a entender que cabe la legitimación registral directa –ya que, salvo estas dos formas de legitimación, no existe por el momento en el régimen de los valores anotados ningún otro cauce establecido–<sup>16</sup>.

## XVII. Diversidad en el régimen de evaluación de la buena fe del adquirente, necesaria para admitir la irreivindicabilidad, dependiendo del ámbito en que tenga lugar la adquisición de los valores anotados.

Al tomar en consideración conjuntamente los distintos regímenes de transmisión de valores anotados, se podría concluir que existe un régimen distinto para la evaluación de la buena fe en las adquisiciones dependiendo de que los valores hayan sido transmitidos de un modo directo entre las partes o que, por el contrario, se hayan transmitido siguiendo las normas de un mercado secundario oficial –especialmente el mercado bursátil–. En este segundo caso, dado que no existe un contacto directo entre el *tradens* y el *accipiens* y toda vez que éste, de modo habitual, no tiene ocasión de comprobar la titularidad registral de su transmitente, resulta difícil hablar de la buena fe del adquirente como confianza en la apariencia de titularidad que ofrece el registro.

Contra este planteamiento –o, al menos, restándole parte de su fuerza– hay que tener presente la redacción *actual* del art. 9.3 LMV –pues su enunciado hace referencia expresa a la titularidad que se deduzca de «los asientos del registro contable»–<sup>17</sup>.

## XVIII. Conveniencia de la inclusión en el régimen de los valores anotados en cuenta de medios que potencien la publicidad formal de los registros contables.

La publicidad material y la publicidad formal son dos componentes de un mismo fenómeno. Los registros de valores anotados están dotados de publicidad material y se pretende que, igualmente, se encuentren revestidos de publicidad formal. Sin embargo, esta segunda pretensión tan sólo se ha alcanzado de forma parcial, con lo que los terceros quedan en una relativa situación de desamparo; pues, por un lado, se ven afectados por el rigor que impone la publicidad material del registro, pero, por otro, no están asistidos de todos los medios necesarios para conocer su contenido.

En la situación actual el modo habitual de conocer el contenido del registro es que el propio titular muestre un certificado de legitimación expedido al efecto. Debieran incluirse en el sistema de anotaciones en cuenta medios similares a las «manifestaciones» del sistema inmobiliario registral. Podría introducirse un medio

16. Vid. Epígrafe VII.2.

17. Vid. Epígrafe VIII.3.1.

de consulta del registro de valores anotados similar a la «nota simple» e, incluso, también cabría dotar a los registros de un medio equivalente a la «exhibición de libros». La «exhibición de libros» debería adaptarse al modo de llevanza del registro de valores anotados, que habitualmente será por medios informáticos. Las Entidades encargadas de la llevanza de los registros de valores podrían tener pantallas de consulta a disposición de aquellos que muestren un «interés conocido» sobre la titularidad o situación de determinados valores.

Con la inclusión de estos nuevos medios de publicidad cobraría más fuerza y eficacia la posibilidad que ofrecen los artículos 12 LMV y 18 RD 116/1992 de acudir, para el ejercicio de los derechos derivados de los valores anotados, a otros medios de legitimación distintos de la presentación de los certificados de legitimación –ya que, actualmente, la única alternativa es la legitimación registral directa y ésta es muy limitada–<sup>18</sup>.

#### **XIX. Única Entidad encargada por emisión de valores, pero no única Entidad encargada por Emitente.**

La Entidad emisora de los valores deberá atribuir la llevanza del registro contable de cada emisión a una *única* Entidad encargada –art. 7.1 LMV–, lo cual introduce un gran criterio de orden en el mercado. El sistema sería todavía más ordenado si –como ha propuesto algún autor– se exigiese incluso una única Entidad encargada por emitente, a la cual la Entidad emisora encomendase la llevanza del registro de todas las emisiones de valores que efectuase.

Lo cierto, sin embargo, es que la Ley no exige la vinculación de cada emisora a una única Entidad encargada y que, por otro lado, también *resulta positivo que la Entidad emisora goce de libertad para escoger la encargada del registro cada vez que efectúa una nueva emisión de valores*. Si su relación con la encargada del registro ha sido buena, seguramente volverá a designarla para una nueva emisión. Pero, si no ha sido así, la emisora podrá buscar otra entidad que preste mejor su servicio de llevanza del registro. No tendría sentido establecer una relación de dependencia o encadenamiento de las Entidades emisoras a las Entidades encargadas cuando la inspiración del sistema –en lo que a este punto se refiere– parece querer apoyarse en la libre iniciativa privada<sup>19</sup>.

#### **XX. Responsabilidad civil objetiva de las Entidades encargadas de los registros contables de valores anotados.**

Dada la configuración objetiva del régimen de responsabilidad civil de estas Entidades, 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. 7.6 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. El llamado

---

18. Vid. Epígrafes III.1.2 y VII.2.

19. Vid. Epígrafe VI.1.3.



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>20</sup>.

#### **XXI. Corresponsabilidad del SCLV.**

El artículo 27.2 RD 116/1992 permite afirmar la *corresponsabilidad* del SCLV por los perjuicios que causen las Entidades Adheridas, si el SCLV no ha sido diligente en su deber de control y vigilancia de sistema<sup>21</sup>.

#### **XXII. Los registros contables de valores anotados en cuenta han adoptado una organización más flexible que la de los otros tipos de registros en los que se han inspirado.**

La organización de los registros de valores anotados viene determinada, principalmente, por el régimen de negociación de los valores inscritos. Cuando los valores inscritos no son negociados en un mercado secundario oficial, la organización del registro es sencilla, pues bastará con que el emisor de los valores acuda a una entidad facultada para la llevanza del registro contable de valores anotados y ésta se hará cargo del registro de la emisión. Si los valores son admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, será preciso seguir un sistema de *doble escalón* en el que existe un Registro Central y otros registros adheridos a éste. Pero, en todo caso, *la organización de los registros de valores anotados ha sido diseñada con más flexibilidad que la de otros registros, como pueden ser el Registro de la Propiedad, el Registro de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin desplazamiento de posesión o el Registro Mercantil*<sup>22</sup>.

#### **XXIII. Acerca del efecto legitimador de la inscripción registral.**

Se considerará *legitimado pasivamente* aquel que realice una prestación o facilite el ejercicio de un derecho a quien figure en los asientos del registro como titular legítimo. Explicitan los artículos 11.2 LMV y 15.2 RD 116/1992 que la Entidad emisora se liberará si realiza la prestación en favor del legitimado, aunque éste no sea el titular del valor. La emisora no tendrá que realizar un doble pago ni se le

20. Vid. Epígrafe III.3.1.

21. Vid. Epígrafe III.3.1.

22. Vid. Epígrafe III.2.

podrá exigir responsabilidad alguna. Pero, para que la liberación tenga lugar, la entidad deberá haber actuado de buena fe y sin culpa grave. Aunque la Entidad emisora albergue dudas sobre la autenticidad de la titularidad del que aparece formalmente legitimado, no se pide que desarrolle una especial labor de investigación, pues eso excede de sus obligaciones y, además, iría contra la agilidad y celeridad que se persigue con el sistema de anotaciones. Sí se pide, lógicamente, que la emisora obre sin mala fe y que no actúe de modo negligente, realizando la prestación en favor de quien, sin gran esfuerzo, podría evidenciarse que no es titular –es trasladable a las anotaciones la doctrina establecida sobre esta cuestión en el Derecho cambiario (art. 46.3 LCC), tanto por lo que se refiere a la exigencia de la buena fe para que se produzca el efecto liberatorio del pago, como por lo que se refiere a la diligencia mínima que es exigible de quien realiza la prestación (ya que no se liberaría si conociendo la falta de titularidad de quien se halla legitimado y teniendo medios de prueba líquidos para demostrarlo hubiese realizado la prestación)–. Por lo demás, basta con que la Entidad emisora confíe en el contenido del registro. Más allá de estas exigencias, a quien habrá que pedir responsabilidad no será a la Entidad emisora, sino a la Entidad encargada del registro, que permitió la práctica irregular de la inscripción en favor del no titular, salvo culpa exclusiva de los perjudicados<sup>23</sup>.

**XXIV. La presentación del certificado de legitimación es potestativa, ergo cabe legitimación registral directa.**

La configuración del sistema de valores anotados ha dejado claro que la legitimación es *ex registri*, que la fuente de la legitimación no son los certificados sino el registro y que los certificados no son sino una acreditación de lo inscrito en el registro, de modo que, *caso de divergencia*, se primará lo expresado en el registro frente a lo indicado en el certificado.

Por otra parte, el legislador no exige en todo caso el recurso a esta forma de legitimación, suavizando así el peso de esta carga documental que suponen los certificados. Así se deduce de las expresiones utilizadas en el artículo 12.1 LMV –«podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados»– y en el artículo 18.1 RD 116/1992 –«cuando ello se considere conveniente la legitimación (...) podrá acreditarse»– que dejan abierta la posibilidad de acudir a la legitimación registral directa<sup>24</sup>.

**XXV. La estructura del acto transmissivo de los valores anotados ha sido configurada siguiendo la teoría del título y el modo.**

La transmisión de valores anotados ha sido configurada por el artículo 9 LMV –*vid.* también art. 12 RD 116/1992– manteniendo en su esencia el esquema de la teoría del título y el modo del artículo 609 CC. Por tanto, el proceso transmissivo deberá estar integrado por un negocio causal y por la tradición de los valores<sup>25</sup>.

23. *Vid.* Epígrafe VII.1.2.

24. *Vid.* Epígrafe VII.2.

25. *Vid.* Epígrafe VIII.1.

**XXVI. Exigencia de forma escrita en el negocio causal de transmisión de valores anotados.**

El artículo 44 LMV se refiere a esta cuestión y reconoce la facultad del Gobierno, en función de los casos, para *exigir que los contratos se formalicen por escrito*; para dictar normas por las que se exija el cumplimiento de unos determinados requisitos formales en los contratos y regular los documentos acreditativos de la ejecución de las operaciones.

Para las *transmisiones de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales* el artículo 50 RD 116/1992 prevé que, al menos, deberá acreditarse documentalmente la concurrencia de los consentimientos. En su párrafo primero este artículo dispone que la Entidad encargada del registro practicará la inscripción «en cuanto se presente documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de Valores acreditativo del acto o contrato traslativo». Esta disposición del artículo 50.1 RD 116/1992 no busca imponer que los contratos de transmisión de valores anotados siempre tengan que constar en documento público o expedido por las referidas Sociedades y Agencias, sino prescribir la obligación que las Entidades encargadas tienen de inscribir la transmisión siempre que se acredite por este medio. Así se deduce de la lectura del artículo 50.2 RD 116/1992: «Lo previsto en el número anterior se entiende sin perjuicio de que la Entidad deba proceder también a inscribir en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción». *Pero esa constancia, como decíamos, siempre ha de ser documental*, como dispone el artículo 50.3 RD 116/1992: «Las Entidades deberán procurarse siempre la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y se quedarán con copia de los documentos acreditativos de los actos, *contratos* y notificaciones mencionadas en los números anteriores».

Estas mismas previsiones del artículo 50 RD 116/1992 serán *también de aplicación en las transmisiones de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales* cuando éstas se realizasen por título distinto del de compraventa –ya fuese título oneroso o lucrativo– (vid. art. 38.1 RD 116/1992). Nada dice el artículo 37 RD 116/1992 acerca de la necesidad de recoger por escrito el consentimiento de las partes en las *transmisiones bursátiles*. Pero, a este respecto, sí que encontramos indicaciones precisas en los artículos 8, 14 y 15 del RD 629/1993, de 3 mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios<sup>26</sup>.

**XXVII. La inscripción de la transmisión de valores en el registro contable es una *ficta traditio*.**

La tradición o entrega de los valores anotados es una tradición fingida –una *ficta traditio*–. La peculiaridad en la transmisión de valores anotados reside en que la *tradición* tiene lugar a través de la *inscripción* de los valores en el registro contable –la inscripción *equivale* a la tradición, produce sus mismos efectos–. La inscripción

26. Vid. Epígrafe VIII.1.1.

es el *modo* de adquirir la propiedad, toda vez que no es posible la entrega física de un bien incorporal como son los valores anotados. Esto supone una superación de los mecanismos de transmisión de los títulos-valores, cuyas desventajas, derivadas de la materialidad nos son ya conocidas<sup>27</sup>.

**XXVIII. Incidencia del título de la adquisición en el carácter constitutivo de la inscripción registral en la transmisión de la propiedad de los valores anotados.**

Tan sólo tendrá carácter constitutivo la inscripción registral en la transmisión de valores cuando ésta se verifique *inter vivos* y por título oneroso. En la transmisión *mortis causa* y en la transmisión *inter vivos* por título gratuito la inscripción no afectará a la constitución del derecho sobre los valores, si bien será necesaria para que el titular de los valores esté plenamente legitimado frente a la emisora para la disposición o el ejercicio de los derechos anotados –arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992– y para que pueda oponer a terceros su titularidad –arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992–<sup>28</sup>.

**XXIX. No cabe tradición por otorgamiento de escritura pública en las transmisiones *inter vivos* a título oneroso.**

La propiedad de los valores anotados no se podrá adquirir *inter vivos* por título oneroso si no se procede a la inscripción de la transmisión. Sin embargo, hay quien entiende que es posible, la transmisión de los valores supliendo la inscripción por su tradición documental mediante el otorgamiento de escritura pública, conforme a las previsiones de los artículos 1462.2 y 1464 CC.

Admitir esta forma de transmisión extrarregistral supondría ir contra la lógica del sistema de anotaciones en cuenta. En primer lugar, porque sin la inscripción registral no pueden surtir sus efectos las previsiones de los artículos 9.2 y 11 LMV –*vid.* también arts. 12.2 y 15 RD 116/1992–; es decir, *la adquisición no sería oponible frente a terceros y el adquirente no estaría legitimado registralmente para el ejercicio de sus derechos, ni podría legitimar a otros*. Otro motivo es que la tradición documental de los valores anotados tiraría por tierra todas las pretensiones del sistema de anotaciones para dotar de seguridad el tráfico de valores; pues, mientras no se inscribiese la transmisión, la legitimación para el ejercicio de los derechos estaría, en cierto sentido, desdoblada: el deudor que realizara su prestación al titular registral no tendría seguridad sobre la eficacia liberatoria de su cumplimiento –habríamos retrocedido a la situación que se produce en la cesión de créditos, siendo necesario notificar la transmisión al deudor, con la consiguiente pérdida de seguridad y celeridad–. Estos inconvenientes, que, en su día, fueron superados por el sistema de títulos-valores, han sido resueltos por el sistema de anotaciones, precisamente, atribuyendo a la inscripción registral *los mismos efectos que la tradición de los títulos*. Del mismo modo que en el sistema cartular la transmisión de la posesión del documento no puede ser sustituida por escritura pública –sino que necesariamente

27. *Vid.* Epígrafe VIII.1.2.1.

28. *Vid.* Epígrafe VIII.1.2.2.

tiene que haber una tradición real—, en el sistema tabular no puede obviarse la inscripción registral de la transmisión.

De la opinión debatida, resulta también cuestionable la interpretación dada a los artículos 1462 y 1464 CC. La posibilidad de sustituir la inscripción por el otorgamiento de escritura pública se fundamenta en la remisión que hace el artículo 1464 al 1462.2 CC para aquellos casos en que la entrega tenga por objeto bienes incorporales. Esa remisión se explica porque los bienes incorporales no son susceptibles de entrega material y es necesario facilitarles una forma alternativa de tradición. Pero en el caso de los valores anotados esa alternativa ya existe. Es más, la inscripción registral no es tan sólo una alternativa de la tradición material, sino un modo *equivalente* de ésta, por lo que acudir al otorgamiento de escritura pública parece innecesario<sup>29</sup>.

### XXX. Adquisición *a non domino* de valores anotados en cuenta.

Cabe cuestionarse si el artículo 9.3 LMV se refiere a un supuesto de mera irreivindicabilidad o si contempla también la posibilidad de una auténtica adquisición *a non domino*. Para que tenga lugar una adquisición de valores anotados debe existir un título, en el que la transmisión encuentre su causa, y debe inscribirse el derecho a favor del adquirente. Ambos elementos se dan en el caso que nos ocupa y, por ello, podemos decir que se trata de una verdadera adquisición y no de una mera irreivindicabilidad —el adquirente asume una posición fuerte no sólo frente a terceros, sino también frente al antiguo titular de los valores—.

Por lo que se refiere a la posible ausencia de título adquisitivo o justa causa, ésta se ve sanada por la propia disposición legal del artículo 9.3 LMV. Aunque la inscripción no convalida el acto o negocio que da lugar al propio asiento —art. 12.5 RD 116/1992; *vid.* también arts. 20.2, prop. 1.ª, CCom y 7.2 RRM—, la nulidad o resolución que afecten a una transmisión anterior no llegan a privar de protección al que adquiere al amparo de la fe pública registral.

Hubiese sido mejor que el régimen de los valores anotados contara con una disposición expresa que, como el artículo 20.2, prop. 2.ª, CCom, aclarase que «la declaración de inexactitud o nulidad no perjudicará a los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme a derecho»; pero, implícitamente, ha de entenderse que tal regla existe, pues ése es el espíritu de los principios conformadores del sistema de anotaciones<sup>30</sup>.

### XXXI. Evaluación de la ausencia de mala fe del tercero adquirente en los supuestos de irreivindicabilidad de valores anotados.

En cuanto a la fe con que el tercero se haya dejado guiar por la apariencia, lo que se exige es que no haya actuado con *mala fe*, lo que supone una medida menos rigurosa que la exigencia explícita de *buena fe*. Por su parte, el artículo 34.2 LH

29. *Vid.* Epígrafe VIII.1.2.2.

30. *Vid.* Epígrafe VIII.3.

dispone que «la buena fe del tercero se presume siempre mientras no se pruebe que conocía la inexactitud del registro». En el artículo 9.3 LMV no se contiene de modo expreso una presunción de buena fe como la del artículo 34.2 LH, pero no es muy aventurado afirmar que tal presunción alcanza también al ámbito de los valores anotados.

La fe con que actúa el adquirente ha de ser juzgada con distinto rigor en cada uno de los regímenes existentes para la transmisión de valores anotados, pues es diverso el grado de contacto que se verifica entre adquirente y transmitente en unos y en otros y, por consiguiente, es también diferente el grado de apariencia. Se podría concluir que existe un régimen distinto para la evaluación de la fe con que obró el adquirente dependiendo que los valores hayan sido transmitidos de un modo directo entre las partes –en cuyo caso el juicio de la mala fe concurrente es más riguroso– o que, por el contrario, se hayan transmitido siguiendo las normas de un mercado secundario oficial –especialmente el mercado bursátil–.

En cuanto al momento en el que hubo de existir la ausencia de mala fe y culpa grave, éste habrá de limitarse al *momento de la adquisición*, que en el caso de los valores anotados será el de la inscripción de la transmisión en el registro<sup>31</sup>.

**XXXII. El registro contable de valores es susceptible de generar una apariencia de titularidad que haga irreivindicable la adquisición del tercero adquirente.**

Para que el tercero adquirente de valores anotados pueda beneficiarse de una situación de irreivindicabilidad, debe haberse dejado guiar por una situación de apariencia de titularidad en la persona del transmitente. A este respecto se plantea cuál es la apariencia de titularidad ofrecida por el sistema de anotaciones. No es la apariencia ofrecida por la publicidad posesoria de los bienes materiales. Y, si se trata de la apariencia de un sistema registral, entonces lo que nos cuestionamos es si la publicidad formal del registro de anotaciones es lo suficientemente consistente como para generar en los terceros una creencia de titularidad digna de la protección que supone la irreivindicabilidad.

Lo cierto es que tal apariencia de titularidad sí que se produce. A este respecto, conviene recordar que la protección del tercero adquirente se produce a partir del momento en que ha completado su acto adquisitivo. Para ello la transmisión de valores anotados requiere la inscripción de la transmisión a favor del adquirente y tal inscripción sólo puede tener lugar si el transmitente, en el momento de la transmisión, aparece inscrito en el registro como titular de los valores que transmite –art. 11.3 LMV–. Por tanto, ante el tercero adquirente sí que se ha formado una apariencia de titularidad, pues deduce que si la transferencia contable de los valores –exigida por el art. 9.1 LMV– ha podido verificarse es porque éstos estaban inscritos a nombre de su transmitente, lo que significa que estaba legitimado. Lo más destacable –y, en cierto sentido, lo más conflictivo– es la coincidencia temporal que se produce entre el momento de la adquisición y el momento en que se hace evidente ante el tercero

31. Vid. Epígrafe VIII.3.1.

la apariencia de titularidad. Antes de que le sean transmitidos los valores el tercero no podía verificar la titularidad de su *tradens*—salvo que ésta se haya probado por medio de un certificado de legitimación o el tercero haya desarrollado una especial labor de investigación—. Por el contrario, en el mundo de las cosas muebles la posesión permite presumir la titularidad del transmitente antes de que la tradición perfeccione la adquisición y no exclusivamente en el mismo momento en que ésta tiene lugar. Pero, en definitiva, podemos concluir que, *a pesar de su deficiente publicidad, los registros de valores anotados pueden generar apariencia ante los terceros*<sup>32</sup>.

#### **XXXIII. Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones anotadas.**

De la interpretación conjunta de los artículos 52 y 60.2 LSA, se puede deducir que, en términos generales, la transmisibilidad de los valores anotados en cuenta puede someterse a restricciones. Sin embargo, esta afirmación debe ser interpretada en sus justos términos a la luz de lo preceptuado por la Disposición Adicional I.<sup>ª</sup> 4 RD 291/1992, en la que se establece que «los valores que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad». La admisión a negociación en un mercado secundario, cuando se trata de acciones, no es otra sino la admisión a cotización en Bolsa, pues las acciones—y los valores convertibles en ellas o que otorgen derecho a su adquisición o suscripción—no pueden ser negociadas en ningún mercado secundario organizado distinto de las Bolsas de Valores—art. 46.2, a) LMV—.

Por consiguiente, de la lectura conjunta de estas disposiciones se deduce que *cuando las acciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta sólo podrá someterse a restricciones su transmisibilidad si no cotizan en Bolsa*<sup>33</sup>.

#### **XXXIV. Naturaleza mixta de la prenda de valores anotados.**

La prenda de valores se configura como una institución de naturaleza mixta, reuniendo elementos de la prenda posesoria y de la hipoteca mobiliaria. La asociación de la prenda de valores con la hipoteca inmobiliaria, en vez de acudir a la prenda sin desplazamiento, encuentra sentido en la mayor semejanza que existe entre el objeto de la prenda de valores y el de aquélla. Tanto el objeto de la prenda sin desplazamiento, como el de la hipoteca mobiliaria son bienes muebles, pero en el caso de esta segunda institución deberá tratarse, además, de bienes de perfecta identificación registral.

Lógicamente, postulamos una aplicación analógica de la disciplina propia de la hipoteca mobiliaria, toda vez que el objeto de la hipoteca mobiliaria—al igual que el de la prenda sin desplazamiento—es específico y está integrado solamente por aquellos bienes que aparecen en la enumeración *numerus clausus* contenida en la Ley 16 diciembre 1954<sup>34</sup>.

32. Vid. Epígrafe VIII.3.1.

33. Vid. Epígrafe VIII.6.2.

34. Vid. Epígrafe IX.2.1.

## Bibliografía

- ABBRESCIA, D., «La legge 289: conseguenze e applicazioni pratiche», en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli, S.p.A., Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987*, Padova, 1989, pgs. 14 y ss.
- ABELLA SANTAMARÍA, J., «La Directiva relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores», en *RDBB*, 1994, núm. 53, pgs. 55 y ss.
- ABRAMS, C., «TALISMAN. A legal analysis» en *CL*, 1980, núm. 1, pgs. 17 y ss.
- AIROLDI, A., «Pegno di titoli conferiti alla Monte Titoli», en *Dir. banca merc. fin.*, 1987, I, pgs. 367 y ss.
- ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, volumen 2.º, 5.ª ed., Barcelona, 1983.
- ALBELLA, S., «El desarrollo de la Ley del Mercado de Valores», en *RVDPP*, núm. 14, 1989, pgs. 114 y ss.
- ALFARO AGUILA-REAL, J., «Observaciones sobre la transferencia bancaria», en *CDC*, 1995 (en prensa).
- «Cuenta corriente bancaria», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, pgs. 1833 y ss.
  - «Transferencia bancaria», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, pgs. 6619 y ss.
  - «Contribución al estudio de los problemas generales de la cuenta corriente bancaria», 1995 (manuscrito).
- ALLEN, R. J., «Continuing confusion in the definition of a security: the sale of business doctrine, discretionary trading accounts, and oil, gas and mineral interests», en *SLR*, 1984, núm. 16, pgs. 65 y ss.
- ALONSO ESPINOSA, F. J., «Configuración estatutaria de las acciones [en torno a los artículos 9.º, g) y k) de la Ley de Sociedades Anónimas y 122-123 del Reglamento del Registro Mercantil]», en *RGD*, 1990, núms. 550 y 551, pgs. 5517 y ss.
- «Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones», en *RDBB*, 1992, núm. 45, pgs. 35 y ss.
  - «Intereses del inversor y Derecho del Mercado de Valores», en *RDM*, 1993, núm. 208, pgs. 415 y ss.



- «Las excepciones al ámbito de aplicación del RD 291/1992, sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables», en *DN*, 1993, núm. 32, pgs. 1 y ss.
- ALONSO UREBA, A./BONARDELL LENZANO, R./GARCÍA VILLAVERDE, R. (coords.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990.
- ALONSO UREBA, A./CHICO ORTIZ, J. M./LUCAS FERNÁNDEZ, F. (coord.), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital. (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, 1987.
- ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), Madrid, 1991; Tomo II (*Capital y acciones*), vols. 1 y 2, Madrid, 1994.
- AMORÓS GUARDIOLA, M., «Los registros jurídicos de bienes en Derecho español», en *II Congreso Internacional de Derecho Registral, Principios y desarrollo legislativo de los registros jurídicos de bienes*, Madrid, 1973, pg. 759.
- ANGELICI, C., «La legittimazione dell'azionista nel sistema Monte Titoli», en *RDCiv*, 1988, I, pgs. 249 y ss.
- ANGULO RODRÍGUEZ, L., «Supresión de cláusulas restrictivas de la circulación de las acciones, mediante modificación estatutaria aprobada por mayoría», en *RCAG*, 1973, núm. 95, pgs. 605 y ss.
- «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados...*, pgs. 261 y ss.
- «La representación de valores por anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 febrero», en *DN*, 1992, núm. 19, pgs. 1 y ss.
- ARIAS RAMOS, J./ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, Tomo I, *Parte general. Derechos reales*, 18.ª ed., 1.ª reimpr., Madrid, 1988.
- ARONSTEIN, M. J., «A Certificateless article 8? We can have it both ways», en *BL*, 1976, núm. 31, pgs. 727 y ss.
- ARRANZ PUMAR, G., «La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: información periódica sobre entidades cotizadas, instituciones de inversión colectiva, participaciones significativas de entidades cotizadas, información privilegiada y servicios de inversión», en *ICE*, núm. 703, 1992, pgs. 135 y ss.
- «Comunicación sobre transmisiones de valores», en *DN*, 1995, núm. 53, pgs. 58 y ss.
- ARROYO MARTÍNEZ, I., «Prólogo», *Ley del Mercado de Valores*, Tecnos, Madrid, 1988, pgs. 9 y ss.
- «Reflexiones en torno a los denominados títulos-valores impropios y documentos

- de legitimación», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, pgs. 149 y ss.
- ASCARELLI, T., *Cambiale, assegno bancario, titoli di credito*, Torino, 1938.
- «Diritto di opzione e usufructo di azioni», en *Studi in tema di Società*, Milano, 1952.
- «Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V libro IV del nostro codice», en *BBTC*, 1954, I, pgs. 367 y ss.
- AULETTA, G./SALANITRO, N., «La gestione accentrata dei valori mobiliari», en *BBTC*, 1987, I, pgs. 721 y ss.
- *Diritto commerciale*, 6.ª ed., Milano, 1990.
- AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM. Le compte courant d'actions*, Paris, 1959.
- BALLARÍN MARCIAL, A., «Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada», en *RDM*, 1956, pgs. 299 y ss.
- «Restricciones estatutarias a la transmisión de acciones. Validez y clases», en GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima...*, pgs. 123 y ss.
- BANCO DE ESPAÑA, *Manual de la Central de Anotaciones de Deuda Pública*, Madrid, 1994.
- BARBA DE VEGA, J., *Las prestaciones accesorias en las sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid, 1984.
- Comentario a la Sentencia de 27 diciembre 1985, en *CCJC*, 1986, núm. 10 (268), pgs. 3363 y ss.
- BARBUZZI, G., «La “nuova” Monte Titoli: dalla legge 19 giugno 1986, n. 289 alla piena operatività del sistema», en *impresa*, 1987, núm. 9, pgs. 1247 y ss.
- BARHAM, R., «Crest: The Phoenix from the Ashes of Taurus», en *JIBL*, 1993, núm. 10, pgs. 426 y ss.
- BATISTA MONTERO-RÍOS, J., «Las restricciones a la transmisibilidad “mortis causa” de las acciones mercantiles», en *RDN*, 1959, núm. 24, pgs. 53 y ss.
- BAYONA DE PEROGORDO, J. J./SOLER ROCH, M.ª T., *Derecho financiero*, vol. II, Alicante, 1989.
- *Compendio de Derecho financiero*, Alicante, 1991.
- BECKER, M., «Börsen- und Kapitalmarktrecht der Vereinigten Staaten», en HOPT, K. J./RUDOLPH, B./BAUM, H. (dirs.), *Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart, 1997.
- BELTRÁN SÁNCHEZ, E. M., «Régimen concursal de las empresas de inversión», en TAPIA HERMIDA, A. J./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. [coords.], *La reforma del Mercado de Valores*, en *CRDBB*, 1996, núm. 4, pgs. 243 y ss.

- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «El Derecho del mercado de capitales», en *RDBB*, 1988, núm. 29, pgs. 67 y ss.
- BISBAL MÉNDEZ, J./LLEBOT MAJÓ, J. O., «Bancos privados», en *VV AA, Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, pgs. 756 y ss.  
— «Entidad de crédito», en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, pgs. 2818 y ss.
- BLANQUER UBEROS, R., «Reflexiones acerca de la influencia del régimen de gananciales en la capacidad y responsabilidad de cada cónyuge», en *RDN*, 1981, pgs. 7 y ss.  
— «La idea de comunidad en la sociedad de gananciales», en *RDN*, 1982, pgs. 7 y ss.
- BOLSA DE MADRID, *Informe de la Bolsa de Madrid acerca del Anteproyecto de Ley sobre el Mercado de Valores*, publicado en *RDBB*, núm. 29, pgs. 181 y ss.
- BONET SÁNCHEZ, J. I., «Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios», en *HM*, 1993, núm. 14, pgs. 2 y ss.
- BROSETA PONT, M., *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, 2.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1985.  
— *Manual de Derecho mercantil*, 9.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1991.
- BRUNS, G., «La organización del servicio de títulos-valores y de la liquidación de las operaciones de Bolsa en Alemania», en *VV AA, Curso de Conferencias sobre «Organización y funcionamiento de los Servicios...»*, pgs. 47 y ss.  
— «Die Computer-Revolution im Effektenbereich», en *ZKW*, 1972, pgs. 760 y ss.
- BUYLE, «La carte de paiement électronique», en *Rev. dr. banc.*, 1988, pgs. 44 y ss. y 87 y ss.
- CACHÓN BLANCO, E., *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables en Bolsa*, Madrid, 1990.  
— (Coord.), *Estudios sobre el régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991.  
— *Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, 1992.  
— «El contrato de préstamo de valores negociables (especialmente, acciones cotizadas en Bolsa)», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo III (*Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación*), cit., pgs. 3163 y ss.
- CAMMARANO, G., «Il ruolo dei fondi comuni di investimento nello sviluppo del mercato dei capitali», en *Banc. impr. soc.*, 1987, núm. 1, pgs. 15 y ss.
- CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 1988.
- CANARIS, C. W., *Bankvertragsrecht*, en *Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, Tomo III, volumen 3, 3.<sup>a</sup> ed., Berlin-New York, 1981.
- CANO RICO, J. R., *Mediación, Fe Pública Mercantil y Derecho Bursátil*, Madrid, 1982.

- CAPÓ BONNAFOUS, E., «Algunas consideraciones sobre la prenda de créditos», en *RCDI*, 1931, núm. 76, pgs. 282 y ss.
- CAPRIGLIONE, F., «Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari», en *BBTC*, 1987, I, pgs. 265 y ss.
- CARNEY, W. J./FRASER, B. G., «Defining a "security": Georgia's struggle with the "risk capital" test», en *SLR*, 1982, núm. 14, pgs. 503 y ss.
- CARRERA RAYA, *Antecedentes histórico-jurídicos de la Deuda Pública española*, Málaga, 1987.
- CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil español, común y foral*, Tomo II, vol. 2, Madrid, 1983.
- CASTELLANO, G., «I titoli di massa», en *BBTC*, 1987, I, pgs. 23 y ss.
- CHIOMENTI, F., *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977.
- «Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli», en *RDComm*, 1984, I, pgs. 235 y ss.
- CLAROTTI, P., «El régimen comunitario de las bancas que ofrecen servicios de inversión», en VERDERA Y TUELLS, E. (Dir.), *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, pgs. 133 y ss.
- CLEMENTE DE DIEGO, F., *Curso de Derecho civil español, común y foral*, Tomo III (*Derechos reales*), Madrid, 1920.
- CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., «En torno a la creación por la Ley 10/1992 de un nuevo título ejecutivo (artículo 1429 LECiv) referido a los valores anotados en cuenta», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVA-REZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, pgs. 579 y ss.
- CRISTÓBAL MONTES, A., *Introducción al Derecho inmobiliario registral*, Zaragoza, 1986.
- CUERVO GARCÍA, A./PAREJO SÁIZ, J. A./RODRÍGUEZ SÁIZ, L., *Manual del Sistema Financiero*, Barcelona, 1987.
- CUESTA RUTE, J. M. de la, *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972.
- D'ORS, J. A., *Derecho privado romano*, 8.<sup>a</sup> ed., revisada, Pamplona, 1991.
- DALLÈVES, L., «La dématérialisation des papiersvaleurs: un décalage croissant entre droit et réalité», en *SAG*, 1987, pgs. 43 y ss.
- DANIEL PETIT, M., «Organización y funcionamiento de los servicios de títulos y compensación en la Bolsa de París», en VV AA, *Curso de Conferencias sobre «Organización y funcionamiento de los Servicios...»*, pgs. 15 y ss.
- DE LOS MOZOS Y DE LOS MOZOS, J. L., «Crisis del principio de abstracción y presupuestos

romanistas de la adquisición del dominio en el Derecho español», en *ADC*, 1982, núm. 25, pgs. 1027 y ss.

DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektenverkehr. Zum redlichen Erwerb stückeloser Effekten*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1989.

DI CHIO, G., «I vincoli sui titoli depositati presso la Monte Titoli, S.p.A.», en *IF*, 1986, núm. 3, pgs. 21 y ss.

DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de valores», en *DN*, Tomo 1990-1991, pgs. 28 y ss.

— «La prenda de anotaciones en cuenta», en *RCDI*, 1991, núm. 603, pgs. 355 y ss.

DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., *Negocios sobre derechos no incorporados...*, pgs. 309 y ss.

DÍAZ RUIZ, E., «Reflexiones sobre competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de mercados secundarios de valores», en *RDM*, núms. 193 y 194, pgs. 817 y ss.

DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., «La tradición y los acuerdos traslativos en el Derecho español», en *ADC*, 1966, núm. 19, pgs. 555 y ss.

— *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, Tomo II (*Relaciones jurídico reales. Registro de la Propiedad. La posesión*), Madrid, 1983.

DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho civil*, vol. III, 4.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1989; vol. IV, 5.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1989.

DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A., «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo II (*Sociedades mercantiles*), cit., pgs. 1641 y ss.

DROBNIG, U., «Dokumenteloser Effektenverkehr», en *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung*, KREUZER, K. (dir.), Neuwied/Frankfurt, 1988, pgs. 11 y ss.

DRUEY, J. N., «Die Entmaterialisierung des Wertpapiers. Einige rechtsvergleichende Hinweise», en *SAG*, 1987, pgs. 65 y ss.

EINHORN, T. A., «A Banker's Guide to the Electronic Fund Transfer Act», en *The Banking Law Journal*, 1979, pgs. 772 y ss.

EINSELE, D., *Wertpapierrecht als Schuldrecht. Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr*, Tübingen, 1995.

EIZAGUIRRE, J. M. de, «Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores», en *RDM*, 1982, núm. 163, pgs. 7 y ss.

— «Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribu-

- ción a la dogmática de los títulos-valores (Sentencia del Tribunal Supremo de 27 diciembre 1985)», en *RDBB*, 1987, núm. 25, pgs. 179 y ss.
- «El régimen de las acciones: documentación y transmisión», en *Jornadas sobre el nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, pgs. 71 y ss.
- «La opción por el concepto amplio de título-valor», en *RDBB*, 1995, núm. 57, pgs. 9 y ss.
- ELLIS, M. B./GREGURAS, F. M., *The Electronic Fund Transfer Act and Federal Reserv Board Regulation E: A Compliance Guide for Financial Institutions*, New Jersey, 1983.
- ENNECCERUS, L./KIPP, T./WOLFF, M., *Tratado de Derecho civil*, Tomo III (*Derecho de cosas*), vol. 1.º (*Poseión-Derecho inmobiliario-Propiedad*), Barcelona, 1971.
- ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995.
- ESTEBAN VELASCO, G., «El Mercado de Valores», en *RDM*, 1984, núms. 172 y 173, pgs. 385 y ss.
- «Sociedad anónima», en *VV AA, Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, pg. 6270.
- ETTER, E., «Gedanken zur Sammelverwahrung von Wertschriften», en *SJZ*, 1978, pgs. 101 y ss.
- FABRICUS, F., «Zur Theorie des stückelosen Effektingiroverkehrs mit Wertrechten aus Staatsanleihen. Zugleich ein Beitrag zur Frage der Abgrenzung von Schuldrecht und Sachenrecht», en *AcP*, 1963, pgs. 456 y ss.
- FARRANDO DE MIGUEL, I., «La riforma del mercato spagnolo dei valori mobiliari», *RdS*, fasc. 2/3, 1991, pgs. 858 y ss.
- «El concepto de "valor negociable" y la aplicación en España de la cultura de la transparencia», en IGLESIAS PRADA, J. L. (COORD.), *Estudios Menéndez...*, Tomo I (*Introducción y títulos valor*), *cit.*, pgs. 1197 y ss.
- FASQUELLE, D., «Le nantissement des valeurs mobilières», en *RTD com.*, 1995, 48 (1), pgs. 1 y ss.
- FELDMAN, A. R., *Electronic Fund Transfers*, ed. Practising Law Institute, New York, 1981.
- FELSENFELD, C., *Legal aspects of electronic funds transfers*, Massachusetts, 1988.
- FERNÁNDEZ, J. L., *Elementos de Derecho Mercantil*, Bilbao, 1994.
- FERNÁNDEZ ARMESTO, J./DE CARLOS BELTRÁN, L., *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de "bienes": el sistema de anotaciones en cuenta de valores», en *RCDI*, 1989, núm. 593, pgs. 1213 y ss.
- *El nuevo registro mercantil: sujeto y función mercantil registral*, Madrid, 1990.

— «La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos», en *RCDI*, 1991, núm. 605, pgs. 1843 y ss.

FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *El hecho contable y el Derecho*, Barcelona, 1983.

— *Una aportación a la construcción del Derecho Contable*, Madrid, 1986.

FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, Madrid, 1991.

— «Copropiedad y usufructo de acciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), vol. 2, pgs. 745 y ss.

FERREIRO LAPATZA, J. J., *Curso de Derecho financiero español*, 12.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1990.

FERRI, G., «La necessità del documento nell'esercizio del diritto cartolare», en *BBTC*, 1964, I, pgs. 1 y ss.

FORNÍES BAIGORRI, A., «Concepto General de la Fe Pública Mercantil», *I Seminario sobre la Fe Pública Mercantil*, Pamplona, 1975.

— «La reforma del mercado de valores», en *RGD*, 1989, núm. 536, pgs. 2661 y ss.

FORSTMOSER, P./LÓRTSCHER, T., «Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck. Ein Konzept zur Rationalisierung der Verwaltung und des Handels von Schweizer Namenaktien», en *Schweiz. Akt.*, 1987, pgs. 50 y ss.

FOSCHINI, M., «Sull'intestazione fiduciaria dei titoli azionari», en *BBTC*, I, 1962, pgs. 19 y ss.

FOYER, V. J., *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, Lausanne, 1985.

FRANCESCHELLI, V., «Informática e sistema bancario», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, pgs. 855 y ss.

FUERTES, M., «La supervisión "objetiva" de la Comisión Nacional en el Mercado de Valores», en *RDBB*, 1993, núm. 49, pgs. 7 y ss.

GALGANO, F., «Sulla circolazione dei titoli di credito», en *Contratto e impresa*, 1987, 2, pgs. 382 y ss.

GAMMELTHOF-HANSEN, H./GOMARD, B./PHILIP, A., *Danish Law. A general survey*, Copenhagen, 1982.

GARCÍA DE ENTERRÍA, E./FERNÁNDEZ, T. R., *Curso de Derecho administrativo*, vol. I, 4.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1983.

GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (Comentarios y jurisprudencia)*, Granada, 1991.

— «Limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones», en ALONSO UREBA, A./

- DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La Fundación*), pgs. 167 y ss.
- GARCÍA RUBIO, J. L., «Las cláusulas estatutarias restrictivas en las sucesiones “mortis causa”», en *RDM*, 19502, pgs. 83 y ss.
- GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., «Acciones nominativas y acciones al portador», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), vol. 1, pgs. 523 y ss.
- *Los títulos-valores en general* (en prensa).
- GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991.
- GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La sociedad anónima en sus principios configuradores», en GARRIDO DE PALMA, V. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, pgs. 21 y ss.
- GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, 3.ª ed., Madrid, 1990.
- GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., «Los títulos-valores», en *RDM*, 1951, núm. 36, pgs. 305 y ss.
- *Tratado de Derecho mercantil*, Tomo II, Madrid, 1955.
- *El Decreto 25 abril 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974.
- *Contratos bancarios*, 2.ª ed., por MOLL, S., Madrid, 1975.
- *Curso de Derecho mercantil*, Tomo I, 7.ª ed., Madrid, 1982.
- GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J./URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Tomo I, 3.ª ed., Madrid, 1976.
- GAVALDA, C./STOUFFLET, J., *Droit del affaires*, París, 1988, pgs. 169 y ss.
- GERACI, L., «I poteri del creditore sequestrante o pignoranti di azioni», en *BBTC*, 1979, I, pgs. 180 y ss.
- GIANNANTONIO, E., *Transferimenti elettronici dei fondi e autonomia privata*, Milano, 1986.
- GIERKE, J. VON, *Das Recht der Wertpapiere*, Köln-Berlin, 1954.
- GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952.
- *Estudios de Derecho mercantil*, Madrid, 1955.
- «Contribución al estudio de la transferencia bancaria», en GIRÓN TENA, J., *Estudios de Derecho mercantil*, pgs. 401 y ss.
- GONZÁLEZ, J., «La teoría del título y el modo», en *Estudios de Derecho hipotecario y Derecho civil*, I, Madrid, 1948, pgs. 297 y ss.



- GORÉ, F., «Le nouveau régime des valeurs mobilières. (Commentaires des décrets du 30 octobre 1948, du 4 août 1949 et du 10 novembre 1949)», en *Sem. Jur.*, 1951, I (Doctr.), núm. 948.
- GRAM, G. B./MEBUS, B., *Vaerdipapircentralen*, Copenhague, 1984.
- GUALANDI, L., *Il Monte Titoli. Le operazioni*. Milano, 1983.
- «Commento alla legge 19 giugno 1986, n. 289», en *Giur. comm.*, 1986, II, pgs. 814 y ss.
- GUILARTE ZAPATERO, V., «Comentario a los artículos 1857 a 1862 del Código Civil», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II, pgs. 1858 y ss.
- GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *DN*, 1992, núm. 17, pgs. 62 y ss.
- «Resolución de la DGTPE, de 23 marzo 1993 y Circular 6/1993, de 26 marzo, del Banco de España, a entidades gestoras del MDPA, sobre modificaciones de las Circulares 6/1991 y 8/1991», en *DN*, 1993, núm. 32, pgs. 56 y ss.
- «Circular 3/1993, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, sobre Normas de Contratación de Valores de Renta Fija y Régimen Específico Bursátil de la Deuda Pública Anotada», en *DN*, 1993, núm. 32, pgs. 57 y ss.
- GURSKY, K.-H., *Wertpapierrecht*, 2.ª ed., Heidelberg, 1997.
- GUYON, Y., «Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières», en *Rev. Sociétés*, 1984, pgs. 451 y ss.
- «Die neuere Entwicklung des französischen Gesellschaftsrecht», en *ZGR*, 1985, pgs. 74 y ss.
- HANDSCHIN, L., *Papierlose Wertpapiere*, Basel-Frankfurt am Main, 1987.
- HARTER, W./FRANKE, J./HOGREFE, J./SEGER, R., *Wertpapiere in Theorie und Praxis*, 4.ª ed., Stuttgart, 1993.
- HAWKLAND, W. D., *Cases and materials on commercial paper and bank deposits and collections*, Brooklyn, 1967.
- HAZEN, T. L., *Treatise on the Law of Securities Regulation*, Tomos 1 y 2, 2.ª ed., Saint Paul-Minnesota, 1990.
- HEESEN, H.-G., *Die Entkörperung im spanischen Effektenwesen. Die «Ley del Mercado Valores» (1988): Gesetzliche Regelung und Anerkennung einer selbständigen Kategorie von «Wertrechten»?*, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-New York-Paris-Wien, 1997.
- HEINSIUS, T./HORN, A./THAN, J., *Depotgesetz. Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, Berlin-New York, 1975.

- HILL, P. D., «The demise of TAURUS», en *Palmer's in company*, issue 5/93, may 19, 1993, pgs. 1 y ss.
- HOPT, K. J./RUDOLPH, B./BAUM, H. (dirs.), *Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart, 1997.
- HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1988.
- HUGON, J., «Une petite révolution: le paiement des marchés publics par lettre de change-relevé», en *Rev. dr. banc.*, 1988, pgs. 84 y ss.
- IGLESIAS, J., *Derecho romano. Instituciones de Derecho privado*, 9.<sup>a</sup> ed., 4.<sup>a</sup> reimpr., Barcelona, 1989.
- IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, Madrid, 1996.
- IZQUIERDO, M., «Los mercados de valores en la CEE. (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)», Madrid, 1992.
- JACOBSEN, C. B., *Lov om en vaerdipapiercentral*, Viborg, 1983.
- JACQUELINE, M. R., «La lettre de change-relevé», en *Banque*, 1972, pgs. 15 y ss.  
— «La place des effets de commerce et des effets financiers dans le système bancaire français», en *Banque*, 1975, pgs. 937 y ss.
- JAEGER, P. G./DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, Milano, 1989.
- JÄGGI, P./DRUEY, J. N./GREYERZ, C. von, *Wertpapierrecht: unter besonderer Berücksichtigung von Wechsel und Check*, Basel-Frankfurt am Main, 1985.
- JAMES, J., *Richardson's Guide to Negotiable Instruments*, 8.<sup>a</sup> ed., London-Dublin-Edinburgh, 1991.
- JEANTET, C. F., «Le dépôt collectif des titres au porteur de la CCDVT», en *Jour. Soc.*, 1945, pgs. 161 y ss.
- JEANTIN, M., *Droit commercial. Instrument de paiement et de crédit. Entreprises en difficulté*, Paris, 1988.
- JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho Público del mercado de valores*, Madrid, 1989.
- JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «Efectos de la intervención de los fedatarios públicos sobre el régimen tradicional de la circulación de los títulos al portador», en *II Seminario de Estudios sobre la Fe Pública Mercantil*, Sevilla, 1976, pgs. 36 y ss.  
— «La experiencia de los pagarés», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 35 y ss.  
— «Los negocios sobre las acciones en la Ley de Sociedades Anónimas», en *DN*, Tomo 1990-1991, pgs. 368 y ss.  
— (Coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valor y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992.

- *Lecciones de Derecho Mercantil*, 2.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1993.
- (Coord.), *Derecho mercantil*, Tomo I, 2.<sup>a</sup> ed., 1.<sup>a</sup> reimpr., Barcelona, 1994; Tomo II, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1992.
- JUNTA SINDICAL DEL ILUSTRE COLEGIO DE AGENTES DE CAMBIO Y BOLSA DE MADRID, «Alegaciones de la Junta Sindical del Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid en relación con el Proyecto de Real Decreto 9 febrero 1987», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 331 y ss.
- KOLLER, I., «Der gutgläubige Erwerb von Sammeldepotanteilen an Wertpapieren im Effektingiroverkehr», en *DB*, 1972, (parte primera) pgs. 1857 y ss., (parte segunda) pgs. 1905 y ss.
- «Wertpapierrecht (Empfiehl sich eine Neuordnung und Ergänzung des Wertpapierrechts im BGB?)», en *Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts*, Tomo 2, Köln, 1981, pgs. 1431 y ss.
- KÜMPEL, S., «Der Bestimmtheitsgrundsatz bei Verfügungen über Sammeldepotguthaben», en *WM*, 1980, pgs. 422 y ss.
- «Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten», en *WM*, 1984, pgs. 577 y ss. (1.<sup>a</sup> parte), pgs. 613 y ss. (2.<sup>a</sup> parte).
- LACRUZ BERDEJO, J. L./LUNA SERRANO, A./DELGADO ECHEVERRÍA, J., *Elementos de Derecho civil*, Tomo II, vol. 3.<sup>o</sup>, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1986.
- LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. de A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, vol. 2.<sup>o</sup>, Barcelona, 1980; Tomo V, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1988.
- *Derecho inmobiliario registral*, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1984.
- LANZAS GALVACHE, *Comentarios prácticos a la Ley de Sociedades Anónimas y Reglamento del Registro Mercantil en lo aplicable a dicho tipo societario*, Madrid, 1991.
- LASARTE ALVAREZ, J., «Los Pagarés del Tesoro. La Deuda Pública en el período 1979-1984», en *Estudios sobre tributación bancaria*, Madrid, 1985, pgs. 409 y ss.
- LECUONA, P., «El mercado de valores», en *BEE*, núm. 147, 1992, pgs. 265 y ss.
- LEMAITRE, B., *Der Effekten-Lieferungsverkehr und das Effekten-Giro-Depot*, Stuttgart, 1926.
- LENER, R., *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano, 1989.
- «Il nuovo regolamento della Monte Titoli, S.p.A.», en *BBTC*, 1990, I, pgs. 199 y ss.
- LIBERTINI, M., «Premesse a una revisione della teoria unitaria dei titoli di credito», en *BBTC*, 1972, I, pgs. 192 y ss.
- LIBONATI, B., «Commento all'art. 12 della legge n. 77/1983», en *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, pgs. 506 y ss.

- «Introduzione», en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli, S.p.A., Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987*, Padova, 1989, pgs. 3 y ss.
- LOJENDIO OSBORNE, I., «La acción. Documentación y transmisión», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Derecho mercantil*, Tomo I, pgs. 232 y ss.
- LÓPEZ SÁNCHEZ, M. A., «La configuración estatutaria de las prestaciones accesorias en la sociedad anónima», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), pgs. 835 y ss.
- LÓPEZ ZABALLOS, J., «El sistema de anotaciones en cuenta», en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (dir.), *Curso de Bolsa*, vol. I, pgs. 359 y ss.
- LOSS, L., *Fundamentals of securities regulation*, 2.<sup>a</sup> ed., Boston-Toronto, 1988.
- LOSS, L./SELIGMAN, J., *Securities Regulation*, vol. I, 3.<sup>a</sup> ed., Boston-Toronto, 1989.
- LÜTTICKE, K.-E., *Elektronische Verbriefung von Effektenrechten?*, Köln, 1981.
- LUIS Y DÍAZ MONASTERIO, F. de, «Aspectos fiscales del sistema de anotaciones en cuenta», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 229 y ss.
- MADRID PARRA, A., «Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito», en *RDBB*, 1989, núm. 36, pgs. 703 y ss.
- «La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta», en *RDBB*, 1990, núm. 37, pgs. 23 y ss.
- «La transmisión de valores», en *DN*, Tomo 1990-1991, pgs. 90 y ss.
- «Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas», en *RDM*, 1992, núms. 203 y 204, pgs. 147 y ss.
- «Contratación electrónica», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo III (*Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación*), cit., pgs. 2913 y ss.
- MALARET I GARCÍA, E., «La Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una aproximación a su configuración institucional», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo II, pgs. 1591 y ss.
- MANZANARES SECADES, A., «Algunas notas sobre la prenda de dinero a raíz de la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 diciembre 1985», en *ADC*, 1986, pgs. 1293 y ss.
- MARTÍ SÁNCHEZ, J.-N., «Apuntes para un examen realista y actualizado del Derecho mercantil y de su estructura en ciertos sectores, particularmente de los títulos-valores», en VV AA, *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, vol. IV, pgs. 645 y ss.
- «Las Sociedades y Agencias de Valores, miembros de las Bolsas de Valores, en el

- Derecho español», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo II, pgs. 1633 y ss.
- MARTÍN QUERALT, J./LOZANO SERRANO, C., *Curso de Derecho financiero y tributario*, 2.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1991.
- MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M.<sup>a</sup> C., «La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta», en *CREDF*, 1990, núm. 66, pgs. 221 y ss.
- MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., «Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos», en *DN*, 1992, núm. 26, pgs. 16 y ss.
- MARTÍNEZ SALINAS, *La Bolsa de Valores. Su ordenación legal*, Madrid, 1993.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «El fracaso de TAURUS. Los problemas del proceso de desmaterialización de los valores en el Reino Unido», en *RDBB*, 1993, núm. 50, pgs. 607 y ss.
- «Comunicación de las transmisiones a título oneroso distinto del de compraventa o a título lucrativo de valores admitidos a negociación en Bolsa y de las transmisiones de valores cuya negociación en Bolsa esté suspendida», en *RDBB*, 1995, núm. 57, pgs. 189 y ss.
- MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ, J. M., «La prenda de cosa fructífera y el artículo 1868 del Código Civil», en *RCDI*, 1989, núm. 593, pgs. 1049 y ss.
- MARTORANO, F., «Gestione accentrata dei titoli di credito nel Diritto italiano. La Monte Titoli s.p.a.», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo II, pgs. 1767 y ss.
- MEDER, H./ERNST, O., *Schuldbuchrecht des Bundes und der Länder*, Frankfurt am Main, 1950.
- MEIER, A., «Neuere Entwicklungen im französischen Wertpapierrecht», en *RIW*, 1986, pgs. 678 y ss.
- MEIER-HAYOZ, A., «Abschied vom Wertpapier?», en *ZBJ*, 1986, pgs. 385 y ss.
- MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, Bern, 1985.
- MEJÍAS GÓMEZ, J., «Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración», en *AC*, 1992, núm. 10, pgs. 109 y ss.
- MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado. Análisis jurídico», en *SSF-PEE*, 1987, núm. 19, pgs. 15 y ss.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (dir.), *Derecho cambiario (Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque)*, Madrid, 1992.
- MEO, «Decartolarizzazione dei valori mobiliari e liquidazione e compensazione delle operazioni di borsa nella nuova disciplina spagnola», *RdS*, 1992, pgs. 1066 y ss.

- MERCADAL, B./JANIN, Ph., en *Memento pratique Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, Paris, 1991, pgs. 713 y ss.
- MERLE, P., *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Paris, 1988.
- MICHELSSEN, A., *Company Law*, en GAMMELTHOF-HANSEN, H./GOMARD, B./PHILIP, A., *Danish Law. A general survey*, Copenhagen, 1982, pgs. 267 y ss.
- MIGEOT, Ph., «La dématérialisation des valeurs mobilières françaises», en *Banque*, 1984, pgs. 827 y ss.
- MINERVINI, G., *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989.
- «Note sul contratto di deposito nel sistema Monte Titoli», en *Dir. banca merc. fin.*, 1990, núm. 3, pgs. 272 y ss.
- «Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di credito», en *BBTC*, 1990, I, pgs. 145 y ss.
- MÍNGUEZ PRIETO, R., «La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: admisión a cotización, folleto de admisión a cotización, folleto de emisión y de oferta pública y ofertas públicas mobiliarias», en *ICE*, núm. 703, 1992, pgs. 125 y ss.
- MIQUEL, J., *Curso de Derecho romano*, Barcelona, 1987.
- MIQUEL GONZÁLEZ, J. M.<sup>a</sup>, «Comentario a los artículos 446 a 466 del Código Civil», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo I, pgs. 1201 y ss.
- «Comentario al artículo 609 del Código Civil», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo I, pgs. 1543 y ss.
- MOTOS GUIRAO, M., «Sobre si el ingreso en la cuenta corriente bancaria del acreedor libera al deudor», *RDM*, 1958, pgs. 245 y ss.
- MUÑOZ CERVERA, M., «La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo I (*Introducción y títulos valor*), cit., pgs. 1237 y ss.
- MURPHY, S. A., «Securities regulation —Is stock a security?», en *SLR*, 1982, núm. 14, pgs. 549 y ss.
- NIETO CAROL, U., «Las Sociedades y Agencias de Valores como sociedades anónimas especiales», en *RDBB*, 1992, núm. 46, pgs. 439 y ss.
- O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio de Derecho civil*, Tomo III, Madrid, 1985.
- OLIVENCIA RUIZ, M., «La incorporación del derecho al título y su desincorporación. (Análisis histórico dogmático)», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 13 y ss.
- «Ley del Mercado de Valores y Agentes mediadores del Comercio. (Nueva fase en la historia de una profesión)», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./

GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, pgs. 1967 y ss.

OPITZ, G., *Depotgesetz*, 1.<sup>a</sup> ed., Berlin, 1937.

- «Die Drittverpfändung», en *BankA*, 1940, pgs. 298 y ss. y en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 329 y ss.
- «Wertrechte und Wertpapiere», en *BankA*, 1941, pgs. 36 y ss. y en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 426 y ss.
- «Ein Wertrechtsgiro», en *ZKW*, 1950, pgs. 343 y ss., 366 y ss. y 391 y ss. y en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 538 y ss.
- «Il depósito cumulativo di titoli nelle banche tedesche», en *MC*, 1953, pgs. 482 y ss.
- *Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954.
- «Der stückelose Effektenverkehr, ein Gegenstück zum bargeldlosen Zahlungsverkehr», en *Fünfzig depotrechtliche...*, pg. 94.
- «Die Girosammelverwahrung von Inhaberteilschuldverschreibungen und Orderpapieren», en *BankA*, XXXIX, pgs. 432 y ss., 449 y ss. y 481 y ss. y en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 146 y ss.
- «Die Sammelverwahrung von Wertpapieren mit Gruppenauslösung», en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 371 y ss.
- «Von der Girosammelverwahrung zur Girosammelverwaltung», en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 384 y ss.
- «Die Wertpapiersammeldepots in Deutschland», en *Fünfzig depotrechtliche...*, pgs. 601 y ss.
- *Depotgesetz. Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, 2.<sup>a</sup> ed., Berlin, 1955.

OPPO, G., «Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)», en *RDCiv*, 1986, I, pgs. 15 y ss.

- «Dal progetto alla legge Monte Titoli», en *RDCiv*, 1986, II, pgs. 440 y ss.

ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Los pagarés del Tesoro: un nuevo instrumento de deuda pública», en *RDBB*, 1983, núm. 9, pgs. 115 y ss.

- «Presentación», en *SSF-PEE*, 1987, núm. 19, pgs. 9 y ss.

ORTELLS RAMOS, M., *El embargo preventivo*, Barcelona, 1984.

ORTIZ NAVACERRADA, «El nuevo título ejecutivo del número 7.<sup>o</sup> del artículo 1429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil», en *AC*, 1992, núm. 39, pgs. 647 y ss.

PALAO TABOADA, C., *Derecho financiero y tributario*, I, 2.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1987.

- PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», en *ADC*, 1988, fascículo IV, Tomo XLI, pgs. 1033 y ss.
- «Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo (arts. 66 a 73 LSA)», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, vol. 3.º, Madrid, 1992, pgs. 160 y ss.
- «Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código Civil», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II, pgs. 1019 y ss.
- «Copropiedad de acciones», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, pgs. 1734 y ss.
- «Prenda de acciones», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. III, pgs. 5003 y ss.
- PANZARINI, G., *Autonomía e circolazione nei titoli di credito nominativi e al portatore*, Milano, 1969.
- PARICIO SERRANO, L., «La evolución del título-valor y el artículo 1384 del Código Civil (Comentario a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 mayo 1987)», en *RDBB*, 1988, núm. 31, pgs. 673 y ss.
- PARTESOTTI, G., «Profili cartolari del sistema Monte Titoli», en *BBTC*, 1987, I, pgs. 601 y ss.
- PAU PEDRÓN, A., «Publicidad del Registro Mercantil», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, pgs. 5394 y ss.
- «Registro Mercantil», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, pgs. 5721 y ss.
- PAVONE LA ROSA, A., «La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli», en *BBTC*, 198, I, pgs. 288 y ss.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «Seguridad jurídica y seguridad del tráfico», en *RDM*, 1985, núms. 175 y 176, pgs. 7 y ss.
- «La naturaleza jurídica de la letra de cambio», en MENÉNDEZ, A. (dir.), *Derecho cambiario...*, pgs. 95 y ss.
- «La desincorporación de los títulos-valor. (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)», en VV AA, *El nuevo Mercado de Valores*, pgs. 81 y ss.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomos I y II, 2.ª ed., Madrid, 1993.
- PEDROL RÍUS, A., «Cláusulas estatutarias restrictivas de la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas», en *RDP*, 1949, pgs. 717 y ss.
- PELLIZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967.



PENNINGTON, *Company Law*, 5.<sup>a</sup> ed., London, 1985.

PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., *Derecho de familia*, Madrid, 1989.

— «Comentario a los artículos 1384 y 1385 del Código Civil», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II, Madrid, 1993, pgs. 738 y ss.

PEÑA VELASCO, G. de la, «Deuda Pública y Ley de Presupuestos», en *Las Cortes Generales*, vol. III, Madrid, 1987, pgs. 1907 y ss.

PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, pgs. 2115 y ss.

— *Valores representados mediante anotaciones en cuenta* (manuscrito), 1997.

PÉREZ ESCOLAR, R., «El Derecho bancario en el siglo XXI (Derecho y Tecnología)», *La Ley*, 1991, núm. 2671, pgs. 987 y ss.

PETERS, K., «Bucheffecten –eine Alternative zum Wertpapier?», en *WM*, 1976, pgs. 890 y ss.

PETIT LAVALL, M.<sup>a</sup> V., «Ley del Mercado de Valores. Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades», en *RGD*, 1990, núm. 546, pgs. 1517 y ss.

— «Acciones de sociedades anónimas, limitaciones a la libre transmisibilidad de acciones y aumento de capital mixto, con recursos propios y ajenos», en *RGD*, 1990, núm. 559, pgs. 3076 y ss.

PIÑEL LÓPEZ, E., «Las entidades gestoras en el sistema de anotaciones en cuenta», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 151 y ss.

PLEYER, K./SCHLEIFFER, G., «Neuere Entwicklungen im Depotrecht», en *Betr.*, 1972, pgs. 77 y ss.

POLO, A., «La admisión de valores a cotización oficial», en VV AA, *Coloquio de Derecho bursátil*, pgs. 29 y ss.

POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Madrid, 1994.

OPFERMANN, N., «Die Treuhand in der Wertpapierbereinigung und im Ablöserverfahren nach dem AKG», en *WM*, 1961, pgs. 958 y ss.

PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, vol. 3.<sup>o</sup>, 3.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1983.

RATNER, D. L., *Securities regulation*, St. Paul-Minnesota, 1975.

- RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad», en *RDBB*, 1993, núm. 50, pgs. 361 y ss.
- «Título-valor», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, pgs. 6576 y ss.
- «La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)», en VV AA, *Homenaje a Broseta Pont*, Valencia, 1995, pgs. 3093 y ss.
- «Depósito administrado de valores (depósito abierto de valores)», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, pgs. 2135 y ss.
- RECKHORN-HENGEMÜHLE, M., *Die spanische Aktiengesellschaft nach der Reform des Aktiengesetzes von 1989*, München, 1992.
- RICHARD, R., *Wertpapierrecht*, Heidelberg, 1987.
- RICKENBACHER, R., *Globalurkunden und Bucheffekten*, Zürich, 1981.
- RINGSMUTH, N., «La experiencia americana en el sistema de anotaciones en cuenta de la deuda del Gobierno», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 63 y ss.
- RIPERT, G., *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2.<sup>a</sup> ed., Paris, 1951.
- «Le régime des valeurs mobilières et le décret du 4 août 1949», en *Rev. Soc.*, 1949, pgs. 261 y ss.
- RIPERT, G./ROBLOT, R., *Traité de Droit commercial*, Tomo I, 13.<sup>a</sup> ed., Paris, 1989; Tomo II, 12.<sup>a</sup> ed., Paris, 1990.
- RIVES-LANGE, J.-L./CONTAMINES-RAYNAUD, M., *Droit bancaire*, Paris, 1990, pgs. 1018 y ss.
- ROBLOT, R., «La dématérialisation des valeurs mobilières», *Brochure A.N.S.A.*, núm. 185, 1984.
- ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., «La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España», en *RDBB*, 1990, núm. 37, pgs. 107 y ss.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta. (Análisis del Real Decreto Regulator)», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 83 y ss.
- ROSENDE HONRUBIA, M., «La prenda de créditos», en *RCDI*, 1927, núm. 32, pgs. 561 y ss.
- «La prenda de créditos (continuación)», en *RCDI*, 1927, núm. 33, pgs. 641 y ss.
- ROUX, A., «Le compte courant et le virement de titres en France», en *Banque*, 1963, pgs. 16 y ss.
- RUBIO GARCÍA MINA, J., *Derecho cambiario*, Madrid, 1973.
- RUFF, A./BELAN, P., *L'ordinateur de la banque*, Paris, 1974.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «A modo de prontuario sobre una reforma polémica: la Ley 24/1988 del mercado de valores», en *RDM*, 1989, núm. 191, pgs. 261 y ss.

- «La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras», en *RDBB*, 1990, núm. 39, pgs. 11 y ss.
- «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la “Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles”», en *RGD*, 1992, núm. 571, pgs. 2843 y ss.
- «La reforma de los mercados de títulos en España», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, pgs. 2345 y ss.
- «Bolsa de Valores», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, pgs. 821 y ss.
- «Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, pgs. 1139 y ss.
- «Contrato bursátil», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, pgs. 1561 y ss.
- «Cotización (de valores)», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, pgs. 1747 y ss.
- «Derecho del Mercado de Capitales», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, pgs. 2270 y ss.
- «Mercado de Deuda Pública en Anotaciones», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. III, pgs. 4277 y ss.
- «Mercado Financiero», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. III, pgs. 4280 y ss.
- «Sociedad de Valores», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, pgs. 6316 y ss.
- «Valor negociable», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, pgs. 6797 y ss.
- «La transmisión de valores cotizados y su formalización legal (Interpretación de los artículos 36 y 37 de la Ley del Mercado de Valores)», en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.), *Estudios Menéndez...*, Tomo III (*Contratos mercantiles, Derecho concursal y Derecho de la navegación*), *cit.*, pgs. 3423 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima*, Roma-Madrid, 1955.

- «Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)», en VV AA, *Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil...*, pgs. 217 y ss.
- «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 177 y ss.
- *Instituciones de Derecho mercantil*, 15.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1991.
- (Dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1993.
- «Las excepciones cambiarias», en *RDBB*, 1988, núm. 29, pgs. 7 y ss.

- «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en VERDERA Y TUELLS, E. (dir.), *El nuevo Mercado de Valores...*, pgs. 91 y ss.
- *Instituciones...*, Tomo II (*Títulos y valores, contratos mercantiles, Derecho concursal y marítimo*), 17.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1994.
- «Comentario al art. 2», en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores: comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995.
- *Instituciones...*, Tomo II (*Títulos y valores...*), 18.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1995.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (dir.), *Curso de Bolsa*, vol. I, Barcelona, 1992.
- SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La acción como título y como valor mobiliario negociable. La transmisión de acciones», en GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital...*, cit., pgs. 327 y ss.
- «La acción como objeto de derechos reales y otros gravámenes», en GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ARANGUREN URRIZA, F. J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital...*, cit., pgs. 429 y ss.
- SÁNCHEZ GUILARTE, J., «Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta», en ALONSO UREBA, A./BONARDELL LENZANO, R./GARCÍA VILLAVERDE, R. (coords.), *Nuevas entidades, figuras contractuales...*, pgs. 647 y ss.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La “desmaterialización” de los valores en la experiencia francesa», en *RDBB*, 1987, núm. 26, pgs. 431 y ss.
- «Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), vol. 2, pgs. 1255 y ss.
- SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., «Prenda y embargo de acciones», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), vol. 2, pgs. 773 y ss.
- SANTINI, G., «La cassa centrale di deposito e giro dei titoli azionari», en *RTDPC*, 1948, pg. 482 y ss.
- *Il bancogiro*, 2.<sup>a</sup> ed., Bologna, 1950.
- SANTOS MARTÍNEZ, V., *Valores informatizados*, en *Congreso Internacional sobre la Reforma del Derecho contractual y la Protección de los Consumidores*, Zaragoza, 15-18 de noviembre de 1993 (manuscrito).
- «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta», en ALONSO UREBA, A.; DUQUE DOMÍNGUEZ, J.; ESTEBAN VELASCO, G.; GARCÍA VILLAVERDE, R.;

- SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), vol. 1, pgs. 341 y ss.
- SCHAUMBURG-MÜLLER, P./HANSEN, E. B., *Dansk Børs ret*, 2.<sup>a</sup> ed., Copenhagen, 1996.
- SCHIMANSKY, H./BUNTE, H.-J./LWOWSKI, H.-J., *Bankrechts-Handbuch*, Tomos I y II, München, 1997.
- SCHLEGEL, A., *Die Schweizerische Effekten Giro AG un ihre Beziehung zum Bankkunden in der Verwahrung von Wertpapieren*, Bern-Stuttgart, 1983.
- SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, 2.<sup>a</sup> ed., München, 1976.
- SCHULTZ, H./OPITZ, G., «Sammeldepots beim Kassenverein», en *Fünfundzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlín, 1954, pgs. 1 y ss.
- SCHULTZE, H. A., *Beiträge zur Geschichte des Wertpapierrechts*, Marburg in Hessen, 1931.
- SCHULZ, F., *Derecho romano clásico*, Barcelona, 1960.
- Sin firma, «El "Taurus" abandonado tras un largo recorrido», en *Bolsa de Madrid*, 1993, núm. 9, pg. 43.
- SELIGMAN, J., «The obsolescence of Wall Street: a contextual approach to the evolving structure of federal securities regulation», en *SLR*, 1996, núm. 28, pgs. 171 y ss.
- SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores representados mediante anotaciones en cuenta», en *RGD*, 1994, núm. 595, pgs. 3561 y ss.
- SEQUEIRA MARTÍN, A., «La transferencia bancaria de crédito», en POLO, A./URÍA, R./MARTÍN-RETORTILLO, S./GARCÍA AÑOVEROS, J./OLIVENCIA, M./ANES, G./ALVAREZ RENDUELES, J. R./BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, *cit.*, pgs. 2531 y ss.
- SERRA MALLOL, A. J., «La descorporización de los valores mobiliarios: las acciones no cotizadas en Bolsa y cesiones de acciones», en *RGD*, 1993, núm. 591, pgs. 11943 y ss.
- SERRANO ALONSO, E., «Comentario a los artículos 1863 a 1873 del Código Civil», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ, R./SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II, pgs. 1874 y ss.
- SMYTH, R., «Bank of England Blueprint for LSE Settlement System», en *IFLR*, 1993, núm. 10, pgs. 21 y ss.
- SPADA, P., «Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio», en *BBTC*, 1986, I, pgs. 13 y ss.
- «La Monte Titoli, S.p.A. tra legge ed autonomia statutaria», en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli, S.p.A., Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987*, Padova, 1989, pgs. 93 y ss.
- SPAUDE, K. H., *Das dänische Rechtswesen*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1976.

- SPEIDEL, R. E./SUMMERS, R. S./WHITE, J. J., *Commercial and Consumer Law, Teaching Materials*, 3.<sup>a</sup> ed., 1981.
- STALLONE, F., «La forma dell'atto giuridico elettronico», en *Contrato e impresa*, 1990, núm. 2, pgs. 756 y ss.
- STEINBERG, M. C./KAULBACH, W. E., «The Supreme Court and the definition of "security": the "context" clause, "investment contract" analysis, and their ramifications», en *SLR*, 1988, núm. 20, pgs. 3 y ss.
- STEUER, S., «Zum neuen stückelosen Wertpapierrecht in Frankreich», en *WM*, 1984, pgs. 1385 y ss.
- STÜDEMANN, K., *Die Globalaktie*, Berlin, 1960.
- *Der Effektenbestand in West-Deutschland als materielle Grundlage der allgemeinen Einführung von Bucheffekten*, Berlin, 1966.
- TAPIA HERMIDA, A. J., «La desmaterialización de los valores mobiliarios en Francia», en *RDBB*, 1988, núm. 29, pg. 239.
- «El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *RDBB*, 1992, núm. 45, pgs. 267 y ss.
- «Las Normas de actuación en los mercados de valores. (Primeras reflexiones sobre el Real Decreto 629/1993)», en *RDBB*, 1993, núm. 50, pgs. 315 y ss.
- «Disposiciones generales y condiciones de acceso a la actividad de las empresas de servicios de inversión», en TAPIA HERMIDA, A. J./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (coords.), *La reforma del Mercado de Valores*, en *CRDBB*, 1996, núm. 4, pgs. 73 y ss.
- «Los grupos de entidades financieras en el Derecho español», en VV AA, *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, Tomo III, Valencia, 1995, pgs. 3697 y ss.
- TAPIA HERMIDA, A./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La adaptación del mercado de valores al Derecho comunitario», en *RDBB*, 1991, núm. 44, pgs. 966 y ss.
- (Coords.), *La reforma del Mercado de Valores*, en *CRDBB*, 1996, núm. 4.
- TARRAGONA COROMINA, M., «Pactos restrictivos a la libre transmisibilidad de acciones», en *AAMN*, XXXI, 1992, pgs. 63 y ss.
- TERCEIRO, J. B. (dir.), *Estudio sobre el Mercado de Valores*, Madrid, 1988.
- TRUJILLO DEL VALLE, J. A./CUERVO-ARANGO, C., *El sistema financiero español*, Barcelona, 1985.
- TUNC, A., «La représentation des actions par la comptabilité de la Caisse centrale de dépôts et de virements de titres», *Sem. jur.*, 1947, I (Doctr.), pg. 659, núm. 4 y ss.
- UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., «La central de anotaciones y su operativa», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 133 y ss.

- URÍA GONZÁLEZ, R., «Conclusiones», en VV AA, *Anotaciones en cuenta...*, pgs. 261 y ss.  
— *Derecho mercantil*, 14.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1987.  
— *Derecho mercantil*, 16.<sup>a</sup> ed., Madrid, 1989.
- URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ-PLANAS, «La junta general de accionistas», en URÍA GONZÁLEZ, R./MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./OLIVENCIA RUIZ, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo V, Madrid, 1992.
- VALENZUELA GARACH, F., «Valores negociables, títulos-valores y atipicidad», en IGLESIAS PRADA, J. L. (COORD.), *Estudios Menéndez...*, Tomo I (*Introducción y títulos valor*), cit., pgs. 1389 y ss.
- VALLET DE GOYTISOLO, J., «Introducción al estudio de la hipoteca mobiliaria y a la prenda sin desplazamiento», en *RDP*, 1953, pgs. 493 y ss.
- VARA DE PAZ, N., *Pérdida, sustracción y destrucción de los títulos-valores*, Madrid, 1986.
- VASSEUR, M., «La lettre de change-relevé», en *RTD com.*, 1975, pgs. 203 y ss.  
— «La Lettre de Change-Relevé. De l'influence de l'informatique sur le Droit», Paris, 1976.
- VAUPLANE, H. de, «Le régime juridique de transfert de propriété des titres cotés», *Banque et droit*, núm. 35, 1994, pgs. 11 y ss.
- VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La adquisición *a non domino* de letra de cambio», en *RDM*, 1986, pgs. 423 y ss.  
— «La documentación de la posición de socio», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F. (COORDS.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), pgs. 307 y ss.  
— «Restricción a la libre transmisibilidad de acciones», en VV AA, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, pgs. 5970 y ss.
- VERDERA Y TUELLS, E., «Las actividades parabancarias. Innovación y desintermediación en el sistema financiero español», en RESTUCCIA, G. (dir.), *L'attività parabancaria*, Milano, 1987, pgs. 143 y ss.  
— (Dir.) *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993.
- VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, Tomo I, vol. 1.<sup>o</sup> (*Comerciantes-Sociedades-Derecho Industrial*), 3.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1991; Tomo II (*Contratos-Títulos valores-Derecho Concursal*), 3.<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1990.
- VISENTINI, G., «I valori mobiliari», en RESCIGNO, P. (dir.), *Trattato di diritto privato*, vol. XVI, Torino, 1985, pgs. 665 y ss.
- VV AA, *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987.  
— *Coloquio de Derecho bursátil*, Bilbao, 1970.

- 
- *Curso de Conferencias sobre «Organización y funcionamiento de los Servicios para la conservación y administración de los valores mobiliarios y liquidación de las operaciones de Bolsa»*, Madrid, 1971.
  - *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995.
  - *Enciclopedia Jurídica Básica*, Madrid, 1995.
  - *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, vol. IV, Madrid, 1988.
  - *Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil*, Madrid, 1979.
- WESSELEY, W., «Der Bundesschatzbrief als Sammelschuldbuchforderung und seine Emission», en *WM*, 1969, pgs. 1094 y ss.
- WITZ, C., «Die Entmaterialisierung des Effektenwesens in Frankreich», en *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung*, KREUZER, K. (dir.), Neuwied/Frankfurt, 1988, pgs. 47 y ss.
- ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, 14.<sup>a</sup> ed., München, 1987.
- «Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren», en *Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen, Festschrift für Ludwig Raiser*, Tübingen, 1974, pgs. 249 y ss.
- ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico», en *RDBB*, 1994, núm. 56, pgs. 825 y ss.
- «Adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión», en *DN*, 1995, núm. 56, pgs. 1 y ss.
- ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., «Las compras simultáneas de valores», en *VV AA, Anotaciones en cuenta...*, pgs. 203 y ss.
- «El Derecho europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español», en *RDBB*, 1986, núm. 21, pgs. 69 y ss.