



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

ALFONSO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS

Profesor Adjunto de Derecho Mercantil
Universidad San Pablo-CEU

LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES¹

SUMARIO

I. CONSIDERACIONES GENERALES

1. La importancia del papel desempeñado por los registros contables de valores.
2. El debate abierto en la doctrina española acerca de la fundamentación del régimen de los valores anotados: titulistis «versus» registralistas.
 - 2.1. Fundamentación del régimen de los valores anotados sobre la base de las normas y principios reguladores de los títulos-valores.
 - 2.2. Fundamentación del régimen de los valores anotados sobre la base de las normas y principios del Derecho registral.

II. NATURALEZA JURIDICA Y RASGOS TECNICOS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

1. Naturaleza jurídica de los registros contables de valores.
2. Rasgos técnicos de los registros contables de valores.
 - 2.1. El recurso a la informática como medio técnico para la llevanza de los registros contables de valores.
 - 2.2. Configuración contable de los registros de valores anotados.

III. EL PRINCIPIO DE PUBLICIDAD EN LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

1. Publicidad material en los registros contables de valores.
2. Publicidad formal en los registros contables de valores.

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

1. Registros de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.
2. Registros de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.
 - 2.1. Registro de valores admitidos a cotización en Bolsa.
 - 2.2. Registro de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

V. RESPONSABILIDAD DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

1. Régimen de responsabilidad civil objetiva.
 - 1.1. Circunstancias en las que se hace efectiva la responsabilidad civil de las Entidades encargadas.
 - 1.2. Indemnización.
2. Sometimiento de las Entidades encargadas a un régimen de responsabilidad administrativa.

VI. BIBLIOGRAFIA

FUENTES NORMATIVAS

Texto Refundido de la Ley Hipotecaria, aprobado por Decreto de 8 de febrero de 1946.

1. Este trabajo ha sido elaborado teniendo presente la reciente Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Por no existir todavía un Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, distinguimos en nuestras citas entre los artículos de la originaria LMV y los artículos de esta Ley modificados por la Ley 37/1998.

- Reglamento para la ejecución de la Ley Hipotecaria de 8 de febrero de 1946, aprobado por Decreto de 14 de febrero de 1947.
- D. 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios.
- RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.
- Directiva 89/646/CEE, del Consejo, de 15 de diciembre de 1989 (Segunda Directiva Bancaria).
- RDLeg 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
- RD 1009/1991, de 21 de junio, por el que se modifica el RD 505/1987, de 3 de abril, en materia de adquisición y pérdida de la condición de miembro del mercado de anotaciones de deuda pública.
- Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990.
- RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.
- Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de entidades financieras.
- RD 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de entidades financieras.
- 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.
- 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.
- Ley 3/1994, de 14 de 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.
- Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de 17 de abril de 1995.
- RD 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.
- Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- RD 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores.

I. CONSIDERACIONES GENERALES

1. La importancia del papel desempeñado por los registros contables de valores.

§1. La perspectiva que nos ofrece el tiempo transcurrido desde la promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores –en adelante, LMV–, permite observar que dos han sido las modificaciones más importantes introducidas por esta Ley:

- la **desmaterialización de los valores**, por medio de su anotación en cuenta,
- y la **nueva estructura funcional de los mercados de valores**.

Estas dos innovaciones han sido posibles, en gran medida, gracias a una figura cuya creación también se debe a la LMV: los **registros contables de valores**².

§2. Por esta razón entendemos que la **componente de Derecho registral es esencial en el régimen de los valores anotados y en el desarrollo de la operativa negocial de los mercados de valores**. Esta idea se hace evidente al comprobar la posición –central– que los registros ocupan dentro de dicho régimen y respecto de la referida operativa. La constitución de los valores³, su transmisión⁴, la constitución de derechos reales limitados sobre ellos⁵, la legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de los valores⁶, deben realizarse ahora por medio de los registros y conforme a los principios del Derecho registral⁷.

2. El debate abierto en la doctrina española acerca de la fundamentación del régimen de los valores anotados: titulistás «versus» registralistas.

§3. **No hay, sin embargo, unidad de opinión en la doctrina por lo que a la fundamentación del régimen de los valores anotados se refiere**. Se encuentra abierto un debate –del que cabe esperar una provechosa sucesión de aportaciones a nuestra literatura mercantil– entre quienes entienden que el marco en el que se encuadra esta forma de representación de los valores es la **teoría de los títulos-valor** –Autores a los que podríamos identificar como *titulistás*– y quienes, por el contrario, consideran que el eje en torno al que se estructura el régimen y la dogmática de los valores anotados viene constituido por los **principios del Derecho registral** –y podríamos hablar en este caso de Autores *registralistas*–.

El criterio clasificador del que se deduce esta diferenciación de opiniones consiste en la **fuerza de inspiración** a la que acude uno u otro sector doctrinal **para integrar el específico régimen jurídico de los valores anotados**.

Sin embargo, podrían establecerse otras sistematizaciones de la doctrina, ya que son muchas las perspectivas desde las que se puede analizar estos valores⁸ y, a su vez, cada una de ellas, lógicamente, admite diversos enfoques. Algunos puntos del análisis de los Autores se centran en aspectos relativos a la **naturaleza** de los valores, otros lo hacen en cuestiones atinentes al **régimen** y aunque, en principio, ciertas conclusiones sobre la naturaleza de los valores deberían abocar a determinadas opciones sobre el régimen jurídico aplicable, descubrimos que, al estudiar esta realidad calidoscópica que son los valores anotados, los desarrollos argumentales de los Autores se entrecruzan.

A nuestro modo de ver, el examen de esta institución sigue una línea que parte de la consideración de los valores como **bienes inmateriales**⁹, pasa por su catalogación –por lo que a su naturaleza jurídica se refiere– como **derechos-valores**¹⁰, subraya los **aspectos registrales de la forma de representación adoptada**¹¹ y conduce a la **articulación de su régimen sobre la base de los principios del Derecho registral**¹².

2. En esta línea podríamos entender comprendida la observación de SÁNCHEZ ANDRÉS cuando afirma que el **Servicio de Compensación y Liquidación de Valores es la «pieza fundamental» del régimen de los valores anotados y que a ella se supedita la disciplina substantiva «tocante al sistema de representación de los valores»** (cfr. 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, pg. 2846).
3. *Vid.* arts. 8 LMV y 11 RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.
4. *Vid.* arts. 9 LMV y 12 RD 116/1992.
5. *Vid.* arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992.
6. *Vid.* arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992.
7. PÉREZ ESCOLAR (en «El Derecho bancario en el siglo XXI [Derecho y Tecnología]», *La Ley*, 1991, núm. 2671, pg. 1012) observa cómo, «al desaparecer la documentación tangible de los títulos, *pasa a primer término el «registro contable» de los valores*».
8. Así, la doctrina ha discutido no sólo acerca del **régimen** aplicable a esta figura jurídica, sino que antes ha sido preciso esclarecer cómo es la **forma de representación** de los valores; también se ha cuestionado si en las anotaciones en cuenta existe **incorporación** o no e, incluso, si, habiendo incorporación, ésta se produce en un soporte material o inmaterial –es decir, si hay **desmaterialización** o no–, etcétera.
9. *Vid. infra* epígrafe II.1.
10. *Vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, pgs. 151 y ss.
11. *Vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 143-144.
12. No obstante, sobre la confluencia en este régimen de elementos provenientes del sistema de títulos-valores, del sistema registral y del Derecho bancario, *vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 157-171.

Pero la diversidad de las opiniones vertidas es muy amplia, lo que da lugar a la posibilidad de formular clasificaciones doctrinales simultáneas, en las que, además, Autores que en una clasificación aparecen en grupos enfrentados, conforme a un criterio de catalogación distinto resultan coincidentes¹³.

2.1. *Fundamentación del régimen de los valores anotados sobre la base de las normas y principios reguladores de los títulos-valores.*

§4. Entre los Autores que se manifiestan conforme al primero de los modos de pensar que hemos referido –*titulistas*–, se ha visto conveniente «someter los derechos desincorporados al gobierno del derecho especial de los títulos-valor, debidamente rearticulado o reacomodado, como es natural, a las particularidades técnicas y operativas de los nuevos soportes de la información»¹⁴. Es decir, admitiendo que en los valores anotados se ha producido una *desincorporación total* del derecho respecto del título¹⁵, se entiende que la doctrina de los títulos-valor puede ser reescrita y adaptada a la actual representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta¹⁶.

§5. También se ha mantenido desde este sector de la doctrina que los valores anotados *son títulos-valor informatizados*¹⁷. Y así, entendiendo que en la anotación en cuenta se produce incorporación del derecho a un soporte material, si bien se trata de un soporte que no es susceptible de detentación física¹⁸, se concluye que el régimen jurídico de los valores anotados y de «las tradicionales obligaciones documentales» es sustancialmente idéntico¹⁹.

En esta misma dirección apuntaban algunas de las consideraciones formuladas antes de la promulgación de la LMV²⁰.

13. Vid. una exposición de los distintos pronunciamientos doctrinales sobre la **naturaleza** de los valores anotados, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 144-156.
14. Cfr. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.: «La desincorporación de los títulos-valor. (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)», en AA VV. *El nuevo mercado de valores*, Madrid, 1995, pg. 91.
15. Desincorporación que afecta no sólo al **ejercicio** y a la **transmisión** del derecho, sino también a su **constitución** (vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.: «La desincorporación de los títulos-valor», cit., pgs. 92-98).
16. Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.: «La desincorporación de los títulos-valor», cit., pgs. 99 y ss., donde el Autor realiza un interesantísimo desarrollo de esta idea.
17. Cfr. 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 jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, t. II (*Sociedades mercantiles*), Madrid, 1996, pgs. 1653 y 1673.
18. Cfr. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A.: «Acciones y obligaciones representadas...», cit., en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.): *Estudios Menéndez*, t. II, cit., pg. 1673.
19. Cfr. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A.: «Acciones y obligaciones representadas...», cit., en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.): *Estudios Menéndez*, t. II, cit., pgs. 1673 y 1669-1673.
20. Cfr. BERCOVITZ, A.: «El Derecho del mercado de capitales», en *RDBB*, 1988, núm. 29, pg. 85, donde se afirma 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, elaboradas ciertamente para los títulos-valores de papel. Sólomente 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».

En otro lugar del estudio que estamos comentando y en consonancia con estas conclusiones, enuncia este Autor el postulado teórico que sirve de base a sus afirmaciones: «la noción de título-valor seguiría constituyendo, por tanto, la categoría general, considerando el título en su sentido abstracto, y en ella se incluirían dos clases de títulos valores: los títulos-valores cartulares, que se documentan en papel y responden a la noción tradicional, y los títulos valores informatizados» (*op. cit.*, pg. 90).

ROJO, comentando el proyecto del RD regulador del sistema de anotaciones en cuenta de la Deuda Pública –que después fue promulgado como RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado–, ante el silencio de aquel texto acerca del régimen que debiera resultar supletoriamente aplicable a la Deuda Pública anotada, observaba que éste se integra por tres fuentes:

- la **regulación específica de esta forma de representación de los valores** de Deuda Pública, contenida en el **texto del Real Decreto**;
- el **régimen jurídico general de la Deuda Pública**;
- y el **régimen jurídico de los títulos-valores** de la Deuda Pública *en todo cuanto no sea específico de la incorporación documental* (cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.: «El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador», en AA VV, *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pg. 89).

ROJO se muestra favorable al sometimiento de la Deuda Pública anotada al mismo régimen jurídico que la Deuda Pública incorporada (*vid. op. cit.*, pgs. 109-110), pero **admite –y critica– que de la redacción del proyecto del RD no se puede deducir que a los valores anotados les sea aplicable el régimen de los títulos-valores**. En

§6. Cabe situar en este sector doctrinal la opinión de algún Autor²¹ que, acercándose a una lectura *registral* de la cuestión, admite²² distinguir dos grandes pilares en el régimen de los valores anotados:

- Uno de ellos está constituido por los aspectos relativos a la **función que prestan los valores**, que, por ser coincidente con la que desempeñan los títulos-valores, permite acudir supletoriamente a las normas y principios que componen el **régimen de los títulos**²³.
- El otro pilar lo forman los **aspectos estructurales** de esta forma de representación de los valores y, como en este punto del análisis de los valores el registro contable se sitúa inexcusablemente en un primer plano, resulta inevitable concluir que para integrar este ámbito del régimen habrá que acudir a las normas y principios del **Derecho registral**.

2.2. *Fundamentación del régimen de los valores anotados sobre la base de las normas y principios del Derecho registral.*

§7. El primer paso en el camino hacia la concepción del régimen de los valores anotados como un régimen fundamentalmente registral consiste en romper los vínculos de dependencia con el sistema cartular.

Una ruptura radical con el sistema de títulos, en principio, supondría **reconducir el régimen de los valores al mundo de los derechos de obligaciones**, pues los valores desnudos, desprovistos de incorporación alguna, habrían de ser tratados como simples derechos de crédito, como derechos de exigibilidad estrictamente *inter partes*²⁴. Sin embargo, esta opción traería consigo la reproducción de las consabidas desventajas que ocasionan las normas de los derechos de personas cuando se ocupan del tráfico sobre valores.

Así se puede entender que el régimen específico de los valores anotados se diferencia del de los derechos de crédito y también del de los títulos-valores, pero produce los mismos efectos que éste, aunque por medio de una instrumentación técnica y una articulación jurídica distintas a las de los títulos, al tiempo que mucho más ágiles²⁵. En efecto, y centrando nuestra atención en el principal aspecto del régimen de los valores anotados, que es la transmisión, observamos que, «por voluntad de la ley la sola inscripción de la transmisión» en el registro contable «produce los mismos efectos que la tradición de los títulos, sin que se requiera ninguna formalidad adicional más»²⁶.

§8. La distinción entre los aspectos funcionales y los estructurales de los valores anotados es, posi-

consecuencia, entiende que la regulación ideada por el proyecto de RD –a pesar de las especialidades que introduce y que merecen ser juzgadas positivamente– supone una regresión, pues vuelve a situar la Deuda Pública anotada bajo el régimen de los simples derechos de crédito (*vid. op. cit.*, pg. 112).

21. *Vid.* ANGULO RODRÍGUEZ, L.: «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.): *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, pgs. 269-270.
22. Acogiendo la propuesta formulada por DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», en *RCDI*, 1991, núm. 603, pgs. 376 y ss.).
23. *Vid.* también, en este sentido, GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C.: «La sociedad anónima en sus principios configuradores», en GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.): *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991, pg. 58.
24. En este sentido, OLIVENCIA (en «La incorporación del derecho al título y su desincorporación. [Análisis histórico dogmático]», en AA VV, *Anotaciones en cuenta...*, cit., pg. 29) afirma 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 corporales. 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». Esta remisión directa al régimen de los derechos de obligaciones ha sido matizada posteriormente por este Autor. De todos modos, para entenderla en sus justos términos hay que contextualizarla en la temprana fecha en que fue pronunciada: en 1987, cuando estaba siendo objeto de comentario el proyecto del Real Decreto regulador del sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado. Esa matización posterior ya podía verse insinuada en la sugerencia del Autor de «regular la emisión, circulación y ejercicio de los derechos del acreedor sobre bases diversas de las que constituyen el régimen propio de los títulos, pero que, al mismo tiempo, satisfagan las exigencias de seguridad y certeza del tráfico y de protección del acreedor» (*cfr. op. cit.*, pg. 27).
25. *Cfr.* MADRID PARRA, A.: «La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta», en *RDBB*, 1990, núm. 37, pg. 89.
26. *Cfr.* MADRID PARRA, A.: «La circulación de valores al portador...», cit., pg. 89; *vid.* también, de este Autor, «La transmisión de valores», en *Der. neg.*, t. 1990-1991, pg. 94.

blemente, uno de los modos más acertados de aproximarse a la singularización o diferenciación de esta figura jurídica frente a los títulos-valores²⁷. Al mismo tiempo, es ésta una forma de constatar que los valores anotados son una realidad compleja y que su régimen —sin dejar de ser un régimen propio o específico, como, en principio, corresponde a una institución creada «ex novo»— se nutre, por vía de analogía, de normas y principios de otros regímenes, a los que además cabe acudir supletoriamente para cubrir lagunas cuando sea precisa una labor de integración²⁸.

La **función jurídico-económica** de los valores anotados es, al igual que en el caso de los títulos, *facilitar la circulación ágil y segura de la riqueza mobiliaria*. En el caso de ambas instituciones el principal problema que hay que solventar consiste en obviar las dificultades que, por lo que a seguridad y certeza en la transmisión se refiere, se derivan de las normas reguladoras de la cesión de créditos²⁹. Parece lógico que, si la teoría de los títulos-valores ya había resuelto satisfactoriamente esta cuestión acudiendo a las normas de los derechos sobre cosas, los valores anotados se benefician, *en la medida en que sea compatible con su naturaleza*, del mismo recurso utilizado por los títulos y que había sido el resultado de una laboriosa elaboración doctrinal. Pero *tan sólo en esa medida* cabe un trasvase desde uno a otro ámbito.

Desde el **punto de vista estructural** los valores anotados en cuenta se distancian de los títulos³⁰. La representación registral reviste a aquellos valores de naturaleza propia y distinta de la que se desprende de la representación cartular³¹. Esa forma de representación también es causa de que el régimen de los valores anotados —y no sólo su naturaleza— se configure distinto del de los valores incorporados a títulos. **De un régimen basado en la posesión, se pasa a otro basado en la inscripción en registros contables**³². Los problemas que surgen en torno a los valores anotados son nuevos y su régimen jurídico también es nuevo.

Dentro de esta misma lógica de análisis, que distingue entre función desarrollada por los valores y estructura de la forma de representación de éstos, se ha llegado a dar tal importancia a la novedad y singularidad del modelo estructural de los valores anotados, que algún Autor a venido a afirmar que, en rigor, ni siquiera en la función desempeñada existe identidad entre títulos y valores anotados³³. En consecuencia, y desde este punto de vista, la desmaterialización de los valores mobiliarios supone una ruptura con el esquema de los títulos-valores³⁴, que se traduce en la novedad de la naturaleza, función, estructura y régimen de los valores anotados y que se alcanza gracias al uso de la *técnica registral*³⁵.

§9. La consideración de los valores anotados como una realidad viva, que genera toda una operativa negocial o tráfico jurídico, lleva también a concluir que la calificación de su régimen no puede ser otra sino la de un **régimen de corte marcadamente registral**. Así se puede observar que *«el sistema del registro contable, utilizado como soporte de los valores sin título, va a someter a éstos a un tratamiento*

27. Vid. DÍAZ MORENO, A.: «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pgs. 376 y ss.

28. Las remisiones al régimen del Derecho registral son, en nuestra opinión, las más importantes, tanto desde el punto de vista cuantitativo, como cualitativo (vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 163-164 y 158-162).

29. Vid., a este respecto, PANTALEÓN PRIETO, F.: «Cesión de créditos», en ADC, 1988, fascículo IV, t. 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*, t. II, 2ª ed., Madrid, 1993, pgs. 1019 y ss.

30. Cfr. DÍAZ MORENO, A.: «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 377.

31. Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la «Representación de Valores...»», cit., pg. 2845.

32. Cfr. DÍAZ MORENO, A.: «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 378. Observa este Autor que, «precisamente por la importancia que se dio en la disciplina y dogmática de los títulos-valores al carácter de bien mueble del documento, la desaparición del papel obliga a elaborar un *nuevo régimen*» —el subrayado es nuestro— (op. loc. ult. cit.).

Esta misma concepción del régimen de los valores anotados se trasluce en DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A.: «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.): *Negocios sobre derechos no incorporados...*, cit., passim.

33. Vid. 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, pg. 387.

34. Cfr. RECALDE CASTELLS, A.: «En torno a la pretendida nominatividad...», cit., pg. 387.

35. Vid. RECALDE CASTELLS, A.: «En torno a la pretendida nominatividad...», cit., pg. 389.

Este Autor realiza una exposición de las principales líneas del régimen de los valores anotados, destacando la inspiración fundamentalmente registral del régimen y el papel central que desarrolla en ese ámbito el registro contable (vid. op. cit., pgs. 389-402).

semejante en buena medida al del Derecho inmobiliario registral —el subrayado es nuestro—³⁶, motivo por el cual «ya no estamos (...) ante un *sistema cartular*, sino ante un *sistema registral*»³⁷.

§10. Existe una circunstancia de especial peso al tomar en consideración las afirmaciones de los Autores *titulistas* y es que los artículos 5 a 12 LMV, en los que se contienen las líneas fundamentales de la regulación de los valores anotados, fueron redactados contemplando la posibilidad de adaptar a estos valores las normas integrantes del régimen de los títulos-valores³⁸. Pero frente a ese hecho se ha producido otro de magnitud semejante, que, por ser ulterior en el tiempo y por tratarse de la promulgación de una norma de detalle, inclina la balanza hacia las tesis *registralistas*: el RD 116/1992 se concibió con la intención expresa de trasladar al régimen de los valores anotados la lógica y los principios del Derecho registral³⁹.

§11. En las páginas siguientes se somete a examen los registros contables de valores, figura, en nuestra opinión, determinante del carácter registral del régimen de los valores anotados⁴⁰. Desde una óptica iusprivatista, comentaremos algunos aspectos que se corresponden con un análisis de la dimensión institucional de estos registros⁴¹ y que nos darán ocasión de hacer referencia también —aunque sea brevemente— a problemas relacionados con la naturaleza de los valores⁴² y con el marco en el que se desarrolla la operativa contractual sobre ellos⁴³.

II. NATURALEZA JURIDICA Y RASGOS TECNICOS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

1. Naturaleza jurídica de los registros contables de valores.

§12. 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

36. Cfr. 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), pg. 47. Acerca de la traslación de los principios del Derecho registral al régimen de los valores anotados, *vid. op. cit.*, pgs. 49-62.
En cuanto a la concepción dogmática sostenida por este Autor en relación con los valores anotados, considerándolos como «una nueva realidad jurídica, de implantación registral, distinta de los títulos-valores», *vid. op. cit.*, pgs. 77 y ss.
37. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V.: *Valores informatizados*, *cit.*, pg. 81. Y, por eso, el legislador acude «a las normas y principios del Derecho inmobiliario registral para aplicarlos a los nuevos valores» (*cf. op. cit.*, pg. 81).
38. Así se deduce de la lectura de PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.: «La desincorporación de los títulos-valor», *cit.*, esp. pgs. 99-106, y de la observación que hace este Autor en la primera página de ese texto, dejando constancia de que «la normativa que hoy se aloja en los artículos 5-12 LMV, para bien o para mal, procede en buena medida del estudio y borrador de regulación que en su momento realicé por encargo de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera» (*cf. op. cit.*, pg. 81).
39. Son especialmente explícitos y reveladores a este respecto los arts. 15 y 16 RD 116/1992, en los que se recogen los principios registrales de *legitimación registral*, *prioridad* y *tracto sucesivo*.
40. *Vid. supra*, epígrafe I.1.
41. En *materia de contratación* sobre valores anotados existen también varios puntos en los que merece ser comentada la función desarrollada por los registros de valores y su influencia en la configuración del régimen de estos valores, cuestión esta a la que hemos prestado atención en otro lugar (*vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: Valores mobiliarios anotados en cuenta*, *cit.*, pgs. 213 y ss. —en relación con la transmisión de valores— y pgs. 267 y ss. —respecto a la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados en cuenta—).
42. Pues, al hablar sobre los rasgos técnicos de los registros contables de valores (*vid. infra* epígrafe II.2), intentaremos mostrar en qué medida la *informatización de los registros* juega tan sólo un papel instrumental en relación con los valores anotados, sin que pueda entenderse en modo alguno que aquélla es parte integrante de la naturaleza de los valores (*vid. infra* epígrafe II.2.1). Aludiremos a la *configuración contable de los registros*, circunstancia esta que sí incide en el modo de ser de los valores anotados y que, además, da paso a la aplicación analógica de normas del Derecho bancario (*vid. infra* epígrafe II.2.2).
43. No hablaremos de las normas de contratación de los diferentes mercados secundarios en los que se desarrolla la negociación sobre los valores anotados, pero sí nos ocuparemos de la distinta *estructura que pueden adoptar los registros*, dependiendo de que los valores en cuestión estén o no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (*vid. infra* epígrafe IV).

*registros de «seguridad jurídica»*⁴⁴ —quedando así excluida la posibilidad de calificarlos como registros administrativos⁴⁵—; 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 mercantil⁴⁶; aunque esta circunstancia puede ser salvada entendiéndose que se trata de un supuesto de participación del administrado por delegación de funciones públicas⁴⁷.
- En segundo lugar, porque no puede afirmarse con firmeza que los asientos y certificados expedidos por estos registros estén revestidos de carácter público.
- En tercer lugar, porque la oponibilidad frente a terceros del contenido del registro⁴⁸, 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 consistente⁴⁹.

§13. 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**⁵⁰. 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 analogía⁵¹.

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

44. 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»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores», en *RCDI*, 1989, núm. 593, pg. 1219; MEJÍAS GÓMEZ, J.: «Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración», en *Act. Civ.*, 1992, núm. 10, pgs. 114-115; SANTOS MARTÍNEZ, V.: *Valores informatizados*, cit., pg. 37).

ANGULO 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».

45. 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. 759-760).

46. Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V.: *Valores informatizados*, cit., pg. 37.

47. 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. ANGULO RODRÍGUEZ, L.: «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», cit., pg. 284).

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

49. Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», cit., pg. 1219; MEJÍAS GÓMEZ, J.: «Las acciones representadas...», cit., pgs. 114-115.

50. 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.

51. 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».

de ellas ya la hemos destacado y es que el gestor no es un funcionario público⁵². Además el registro de valores anotados no sigue el principio de *folio real*⁵³. Pero las principales divergencias de este registro 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 registro⁵⁴.

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 él⁵⁵.

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 valores⁵⁶.

2. Rasgos técnicos de los registros contables de valores.

§14. 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.

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

§15. 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

52. RECALDE CASTELLS (en «En torno a la pretendida nominatividad...», cit., pgs. 393-394) 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.
53. 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 aquél 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*. 2ª ed., Barcelona, 1984, pg. 15; DIEZ-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 clientes 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 que sea titular cada entidad adherida y el saldo global de los valores que ésta 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).
54. En el epígrafe siguiente nos ocuparemos del análisis de la publicidad del registro de valores anotados.
55. 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.
56. Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Un nuevo registro jurídico de «bienes»...», cit., pg. 1220; SANTOS MARTÍNEZ, V.: *Valores informatizados*, cit., pg. 28.

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 éstos⁵⁷.

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 anotados⁵⁸.

2.2. Configuración contable de los registros de valores anotados.

§16. El otro rasgo técnico de estos registros es su **configuración contable**⁵⁹. 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 negociables⁶⁰. 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 ellos⁶¹. 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 valores⁶², a los *saldos* de valores que corresponden a cada titular –por ejemplo, el art. 55 RD 116/1992 (modificado por RD 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores) habla de compensación multilateral de los saldos acreedores y deudores de valores– o a la *transferencia contable* de valores⁶³.

III. EL PRINCIPIO DE PUBLICIDAD EN LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

§17. 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

57. Concretamente, no compartimos la opinión de los que incluyen la informática entre los elementos descriptivos de la *naturaleza jurídica* de los valores anotados, ni la de quienes construyen la concepción dogmática de éstos fundamentándose en el tratamiento informatizado de los datos relativos a los valores.
Vid. nuestra opinión expuesta con más amplitud en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 132-135.

58. 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.

59. Acerca de la *dimensión contable* de los valores anotados en cuenta, vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 164 y ss.

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

61. Vid., entre otros, arts. 6, 7, 8, 9, 11, 12, 63.2 a) 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*.

62. V.gr., y especialmente expresivo, art. 57 LMV.

63. 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 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».

encuentren revestidos de publicidad formal⁶⁴. 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 contenido⁶⁵.

1. Publicidad material en los registros contables de valores.

§18. 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 ignorancia⁶⁶. Se distingue entre un *aspecto negativo* y un *aspecto positivo* de la publicidad material⁶⁷:

- 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*–⁶⁸.

§19. 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 aquéllos 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 contrario⁶⁹. 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.

Si los artículos 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 del Texto Refundido de la Ley Hipotecaria, aprobado por Decreto de 8 de febrero de 1946 (en adelante, LH)⁷⁰–; igualmente, de la lectura «a sensu contrario» del artículo 9.2 LMV podemos deducir que mientras no se haya practicado la inscripción la transmisión de valores anotados no será oponible a terceros; etcétera.

§20. El **principio de fe pública registral** es contemplado en los artículos 9.3 LMV y 12.3 RD 116/

64. MADRID PARRA (en «La transmisión de valores», cit., 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.

65. 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».

66. Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Curso de Derecho mercantil*, t. I, 7ª ed., Madrid, 1982, pg. 709, hablando sobre la publicidad material del Registro mercantil.

67. Vid., con más indicaciones, PAU PEDRÓN, A.: «Publicidad del Registro Mercantil», en AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, cit., pgs. 5394 y ss.

68. Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Curso...*, t. I, 7ª ed., cit., pgs. 709-712; PAU PEDRÓN, A.: «Publicidad del Registro Mercantil», en AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, cit., pg. 5395.

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

70. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Un nuevo registro jurídico de “bienes”...», cit., pg. 1223.

1992, en los que se consagra la irrevindicabilidad de los valores adquiridos «a non domino» a título oneroso por el tercero que, de buena fe y sin culpa grave, confió en el contenido del registro⁷¹.

2. Publicidad formal en los registros contables de valores.

§21. 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 legitimación⁷², en los que se pretende evitar a toda costa la cristalización de estos documentos 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 anotados carece de los instrumentos necesarios para hacerse valer⁷³. El sistema hipotecario dispone que los Registros serán públicos para cuantos tengan un *interés conocido* en averiguar su contenido⁷⁴ y establece una serie de medidas para hacer efectiva esa publicidad.

La lectura del Título VIII de la LH y del Reglamento para la ejecución de la Ley Hipotecaria de 8 de febrero de 1946, aprobado por Decreto de 14 de febrero de 1947 (en adelante, 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 desarrollo⁷⁵. 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*»⁷⁶.
- 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*»⁷⁷— y expedición de certificaciones⁷⁸.
- Clases de certificaciones: en función de su contenido⁷⁹; en función del período de tiempo al que hacen

-
71. Correlato en el sistema de anotaciones en cuenta del principio recogido en el art. 34 LH.
72. Vid. arts. 12 LMV y 18 a 21 RD 116/1992 —modificados por RD 2590/1998—; vid. también MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 199 y ss.
73. 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.
74. Arts. 221 LH y 607 CC.
75. 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».
76. 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).
77. Arts. 222 LH y 332 a 334 RH.
78. Arts. 223 y ss. LH y 335 y ss. RH.
79. Arts. 223 LH y 337 a 340 RH.

referencia⁸⁰; distinguiendo entre certificaciones literales o certificaciones en relación⁸¹; certificaciones especiales⁸².

- Responsabilidad del Registrador en el caso de que haya divergencias entre la certificación y el asiento de su referencia⁸³.
- Recurso para exigir responsabilidad al Registrador cuando incumpla o se demore en su obligación de expedir la certificación⁸⁴.
- Plazo de tiempo de que dispone el Registrador para expedir la certificación⁸⁵.
- etcétera.

§22. 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 valores⁸⁶. 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 valores⁸⁷. 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 registral⁸⁸. Podría introducirse un medio de consulta del registro de valores anotados similar a la *nota simple* e, incluso, también cabría dotar a los registros

80. Arts. 224 LH y 336 RH.

81. Arts. 232 LH y 336 RH.

82. Arts. 3 y 355 RH.

83. Art. 226 LH.

84. Arts. 228, 237 LH y 333 RH.

85. Art. 236 LH.

86. 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* —art. 12 LMV y arts. 18 y ss. RD 116/1992 (modificados estos últimos por RD 2590/1998)—. 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 CASTELLS, A.: «En torno a la pretendida nbinatividad...», 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).

87. Vid. FORNIÉS BAIGORRI, A., «La reforma del mercado de valores», en RGD, 1989, núm. 536, pg. 2667.

88. Vid. arts. 222 LH y 332-334 RH.

de un medio equivalente a la *exhibición de libros*⁸⁹. 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 aquéllos que muestren un *interés conocido* sobre la titularidad o situación de determinados valores⁹⁰.

§23. 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 accionario⁹¹. 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 tiene la titularidad sobre ellos, bastará con confirmarle que 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 consulta⁹².

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

§24. La organización de los registros de valores anotados viene determinada, principalmente, por el régimen de negociación de los valores inscritos⁹³.

89. Cfr. RECALDE CASTELLS, A.: «En torno a la pretendida nominatividad...», cit., pgs. 393-394. Resultan acertadas las sugerencias de este Autor (*op. cit.*, pgs. 396-397 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.
90. 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.
91. Cfr. RECALDE CASTELLS, A.: «En torno a la pretendida nominatividad...», cit., pg. 397.
92. 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).
93. 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, comentando el articulado de la LMV, 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).

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*⁹⁴ en el que existe un Registro Central y unos registros de detalle, llevados por las llamadas Entidades adheridas. Podemos entender que el *primer escalón* del registro está integrado por las Entidades adheridas, mientras que el *segundo escalón* lo constituye el Registro Central, que ocupa la cúspide del sistema, por encima de todas las Entidades adheridas.

§25. 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 Mercantil⁹⁵.

En el artículo 7 LMV se contienen las líneas fundamentales de la organización de los registros de valores anotados⁹⁶. 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 505/1987 –para el supuesto específico de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones⁹⁷–.

§26. 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 adheridas⁹⁸.

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

94. Esta es la expresión que se utiliza en el párrafo cuarto del Preámbulo del RD 116/1992, donde, sin embargo, no se especifica cuál es el primer escalón y cuál el segundo.
95. Por ejemplo, contrastan con el régimen de los registros de valores anotados las disposiciones del RD 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil –en adelante, 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. 17-20 RRM sobre cambios de domicilio y competencia registral; etcétera.
96. Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A.: «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», 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.
97. El RD 116/1992 es tan sólo supletorio del RD 505/1987, que, modificado por el RD 1009/1991, de 21 de junio, sigue vigente como desarrollo reglamentario del Mercado de Deuda Pública anotada.
98. 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, números 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 las 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».

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

§27. 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 naturaleza⁹⁹–, 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, que los valores en cuestión pueden ser negociados en mercados organizados distintos de los oficiales¹⁰⁰;
- además, el registro o anotación contable de los valores es una forma de trasladar a un tercero comisionista –la Entidad encargada del registro– la llevanza 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 nominativas¹⁰¹.

§28. 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 complejo¹⁰². Es innecesario mantener los costes económicos y organizativos que se desprenden del sistema de doble escalón¹⁰³. Se procede conforme a un sistema de escalón único¹⁰⁴.

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 situación¹⁰⁵. La constitución de uno de estos

99. Vid. art. 63.2 del RDLeg 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas –en adelante, LSA– en el que se declaran «nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción».

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

101. Cfr. MADRID PARRA, A.: «Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas», en *RDM*, 1992, núm. 203-204, pg. 170.

102. Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F.: «Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos», en *Der. neg.*, 1992, núm. 26, pg. 17; TAPIA HERMIDA, quien observa (en «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. 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 para la "Representación de Valores..."», cit., pg. 2848.

103. 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–.

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

105. Art. 54.1 RD 116/1992.

mercados será autorizada por el Gobierno conforme a las previsiones del artículo 31.4 LMV¹⁰⁶. 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 referencia¹⁰⁷. 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»¹⁰⁸.

§29. La Entidad emisora de los valores podrá escoger libremente la encargada de la llevanza del registro contable entre las *empresas de servicios de inversión*¹⁰⁹ y entidades de crédito que gocen de la preceptiva autorización y se hallen inscritas en los correspondientes registros administrativos¹¹⁰. La entidad designada deberá tener incluida en su declaración de actividades la prevista en la letra a) del número 2 del artículo 63 LMV –modificado por Ley 37/1998–¹¹¹. El SCLV, en los términos previstos en el artículo 7.2 LMV –modificado por Ley 37/1998–, también podrá llevar el registro de emisiones de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales¹¹². 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

106. Téngase presente a este respecto lo establecido –con confusa redacción– por la disp. transit. 6ª Ley 37/1998, conforme a la cual, a la entrada en vigor de esta Ley, se considerarán mercados secundarios oficiales los reconocidos en su momento como mercados secundarios organizados al amparo del art. 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
107. Art. 54.1, proposición segunda, RD 116/1992.
108. SANTOS MARTÍNEZ, a propósito del comentario de estos mercados, observa que las previsiones del art. 7.2 LMV –que se ocupa de los registros de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales (y que, en su nueva redacción, dada por la Ley 37/1998, sigue resultando adecuado a las observaciones del Autor que citamos)– y de los arts. 45 y ss. del RD 116/1992 –su 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» (cfr. *Valores informatizados*, cit., pg. 29).
109. Acerca de las *empresas de servicios de inversión*, vid. *infra* epígrafe IV.2.1.a.2.3.
110. Con relación a la autorización e inscripción registral que referimos, cfr. art. 64.6 LMV –modificado por Ley 37/1998–.
En cuanto a la libre designación de la encargada de la llevanza del registro contable, cfr. arts. 7.2 LMV –modificado por Ley 37/1998– y 45.1 RD 116/1992.
Cfr. también 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 *Der. neg.*, t. 1990-1991, pg. 29; PÉREZ ESCOLAR, R.: «El Derecho bancario en el siglo XXI...», cit., pg. 1012; SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesalejecutivo 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 y PRÍES 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 AA VV, *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 (...) 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).
111. Art. 7.2 LMV –modificado por la Ley 37/1998–. Esa actividad no es otra sino «la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta». El art. 45.1 RD 116/1992 insiste en la necesidad de que la entidad designada tenga expresamente recogida esta función en su declaración de actividades –sin embargo, este artículo ha pasado inadvertido a la reforma del RD 116/1992, introducida por el RD 2590/1998, y continúa remitiéndose al art. 71 g) LMV, cuando debiera hacerlo al art. 63.2 a) LMV, modificado por Ley 37/1998–.
Cfr. también 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.
112. Cfr. además art. 66.3 RD 116/1992 –este artículo también ha escapado a la reforma del RD 116/1992, introducida por el RD 2590/1998, y se remite al art. 71 g) LMV, cuando debiera hacerlo al art. 63.2 a) LMV, modificado por Ley 37/1998–. A estos solos efectos –añade el art. 66.3 RD 116/1992–, se entenderá que el SCLV ostenta la condición de Agencia de Valores.
Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V.: *Valores informatizados*, cit., pg. 29.

éste la inscripción de la designación de la Entidad encargada en el registro que la CNMV lleva al efecto¹¹³ –así lo disponen los arts. 7.2 LMV (modificado por Ley 37/1998) y 45.2 RD 116/1992¹¹⁴; en el artículo 92 a) LMV se contempla el referido registro de la CNMV–. Este sistema de pluralidad de registros¹¹⁵ 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 hacerlo¹¹⁶. Para la designación de la nueva Entidad encargada, la emisora procederá del mismo modo que tuvo que hacerlo para designar a la primera encargada¹¹⁷. 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 comunique 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 sustitución¹¹⁸.

§30. 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 uno¹¹⁹. Para la expresión de los saldos, el artículo 47.2 RD 116/1992 impone que se seguirá «un sistema informatizado de referencias numéricas»¹²⁰. La referencia numérica de cada saldo identificará al emisor de los valores, la emisión a la que pertenecen, el número de valores comprendidos en el saldo y el titular de éstos¹²¹. Si alguno de los valores integrados en el saldo estuviese desglosado, la referencia

113. De este modo, comenta SENES MOTILLA (en «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», cit., pg. 3565), podrá evitarse la duplicidad registral.
114. Cfr. ANGULO 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 emiteinte*, 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).
115. 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.
116. Así lo contempla el art. 46.1 RD 116/1992.
117. 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».
118. Es decir, deberá seguir las prescripciones del art. 45 RD 116/1992.
119. 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.
120. El art. 47.1 RD 116/1992 explicita que «en todo caso, serán objeto de desglose aquéllos que estén afectados por derechos reales limitados u otra clase de gravámenes y aquéllos respecto de los que hayan sido expedidos certificados».
121. 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 sí 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.
121. Art. 47.2 RD 116/1992.

numérica identificará también el tipo de derecho real limitado o gravamen de que se trate y su titular o, si es el caso, cotitulares¹²².

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 emisión¹²³. 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 eficaces¹²⁴.

2. Registros de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

2.1. Registro de valores admitidos a cotización en Bolsa.

§31. 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 mismo¹²⁵. Queda así consagrada la opción por el **sistema de doble escalón** o **sistema mixto**¹²⁶. Opción acertada, pues en el caso de 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

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

123. 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, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios (*vid. op. ult. cit.*, pg. 273).

124. Art. 48.2 RD 116/1992.

125. Art. 7.3 LMV y núm. 1 y 6 del art. 54 LMV –modificado por Ley 37/1998–, 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 *Der. neg.*, t. 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 *Der. neg.*, 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., pg. 314 y 315; DÍAZ MORENO, A.: «La necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de valores», en *Der. neg.*, t. 1990-1991, pg. 29.

126. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en «El sistema español de anotaciones en cuenta», cit., pgs. 99-100) 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 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– (*op. loc. ult. cit.*).

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», en *SSF-PEE*, 1987, núm. 19, pg. 10; SÁNCHEZ ANDRÉS (en «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la “Representación de Valores...”», 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».

inmenso de negociación y asumir también la gestión del cobro de intereses, dividendos, emisión de certificados de legitimación, etcétera¹²⁷.

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 Bolsa¹²⁸. 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 116/1992¹²⁹.

§32. 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 Valores¹³⁰. 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 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—¹³¹.

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

a.1) El Registro Central.

§33. En el Registro Central que lleva el SCLV tendrán abiertas cuentas las Entidades adheridas¹³². Cada Entidad adherida tendrá abiertos dos tipos de cuentas con referencia a cada categoría de valores fungibles entre sí¹³³.

127. 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.
128. 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».
129. Art. 30.2 *in fine* RD 116/1992.
130. *Vid.* art. 30.3 RD 116/1992. La previsión de lo contenido en este artículo se encuentra contemplada en los arts. 7.3 LMV y 54.2 LMV —modificado por Ley 37/1998—. El régimen de estos servicios será el mismo que el establecido para el SCLV. Así lo disponen los arts. 54.2 LMV —modificado por Ley 37/1998— y 30.3 RD 116/1992, en cuyo último inciso se afirma 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.
131. 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)—.
132. 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.
133. Art. 31.1 RD 116/1992.
Vid. GUITARD MARÍN, J.: «Real Decreto sobre representación de valores...», cit., pg. 63; ÁNGULO 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.

- una cuenta que refleje el saldo de los valores de los que sea titular la propia Entidad adherida y
- 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 terceros¹³⁴.

§34. El SCLV es una sociedad anónima¹³⁵ constituida conforme a las previsiones del artículo 54 y la disp. adic. 9ª LMV¹³⁶ y cuyos accionistas son las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y las Entidades adheridas –a excepción del Banco de España–, que participan en el capital del Servicio en los términos fijados en el artículo 69 RD 116/1992 –modificado por RD 2590/1998–¹³⁷. Desarrollará las funciones que le atribuyen la LMV y el RD 116/1992¹³⁸, 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 Entidades¹³⁹. No podrá realizar ninguna actividad de intermediación financiera, ni las actividades citadas en el artículo 63 LMV –modificado por Ley 37/1998–, salvo la expresada en la letra a) de su número 2, y «se abstendrá de asumir riesgos con los participantes en la compensación y liquidación»¹⁴⁰.

a.2) Las Entidades adheridas.

§35. Hasta aquí, el segundo escalón. El primer escalón está integrado por los registros contables de detalle¹⁴¹ 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 pertenezcan¹⁴². De este modo en el primer escalón se produce la identificación de los saldos de los valores que figuran inscritos en las cuentas de terceros del Registro Central¹⁴³, permitiendo su vinculación con el nombre de su titular –la identificación de los valores de los

134. 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–.
135. 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.
136. 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 de 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 de diciembre de 1992 –imponía la disp. transit. 10 LMV–. Tuvo lugar con la disp. derog. del RD 116/1992, de 14 de febrero, en la que también se dejó sin valor la Orden de 20 de mayo de 1974, que desarrollaba aquel Decreto.
137. Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A.: «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», cit., pg. 314.
138. Art. 65.1 RD 116/1992.
139. 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. 1010-1011), 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 ANDRÉS, 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.
140. Art. 65.2 RD 116/1992.
- Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J.: «Las acciones representadas...», cit., pg. 116.
141. Así los llama el art. 33.1 RD 116/1992; cfr. también el párrafo cuarto del Preámbulo del referido Real Decreto.
142. Art. 31.2 RD 116/1992.
143. Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A.: «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...», cit., pg. 315.

que son titulares las Entidades adheridas no tiene lugar en este escalón, sino en el que ocupa el Registro Central, ya que ellas sí que pueden tener abiertas cuentas a nombre propio en el SCLV¹⁴⁴.

§36. En consecuencia, si hay dos lugares en los que consta inscrito el valor¹⁴⁵, ¿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** –sea en el Registro Central, para las Entidades adheridas; sea en el registro llevado por cada Entidad adherida, para sus clientes¹⁴⁶. 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»¹⁴⁷.

a.2.1) Entidades que pueden adquirir la condición de Entidad adherida.

§37. 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 SCLV¹⁴⁸.
- Esta actividad podrá ser también desarrollada por aquellas **entidades contempladas en el artículo 76.2 RD 116/1992** –modificado por RD 2590/1998– que soliciten adquirir la condición de Entidad Adherida con arreglo a lo previsto en el artículo 78 RD 116/1992 –modificado por RD 2590/1998–. Las entidades enumeradas en el artículo 76.2 RD 116/1992 son –modificado por RD 2590/1998–¹⁴⁹: 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, la Caja General de Depósitos, las Sociedades y las Agencias de Valores que no sean miembros de ninguna Bolsa y las Entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV¹⁵⁰.

Conviene señalar con relación a estas últimas entidades –las Entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV– que todos los aspectos atinentes a la actividad que desarrollen como Entidades adheridas, así como, en su caso, los relativos a su participación en el capital social del SCLV, su eventual aportación a la fianza¹⁵¹, cumplimientos de los requisitos precisos y cualesquiera otras cuestiones de tipo técnico

144. 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. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 135-137).
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, «stricto sensu», no tiene lugar, es irrelevante porque éstos son fungibles entre sí (vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, cit., pgs. 138-140).
145. 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–.
146. GUITARD MARÍN, J., «Real Decreto sobre representación de valores...», cit., pgs. 63-64.
147. 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.
148. Cfr. DÍAZ MORENO, A.: «La necesidad de intervención de fedatario público...», cit., pg. 33, nota 6.
149. 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./LLEBOT MAJÓ, J. O.: «Bancos privados», en AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, cit., pgs. 760-762; FORTIÉS BAIGORRI, A.: «La reforma del mercado de valores», cit., pg. 2670.
150. 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. 65 LMV –modificado por Ley 37/1998–.
151. Art. 61 RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998–.

o procedimental, serán objeto de reglamentación por el SCLV –reglamentación que requerirá la aprobación de la CNMV–¹⁵².

- El artículo 76.3 RD 116/1992 –introducido por el RD 2590/1998– dispone que el Banco de España también podrá ser Entidad Adherida¹⁵³.

Para que las entidades enumeradas en el artículo 76.2 RD 116/1992 –modificado por RD 2590/1998– 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 atribuyen¹⁵⁴ 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 adherida¹⁵⁵.

Para que el Banco de España adquiera la condición de Entidad adherida, deberá manifestar al SCLV y a la CNMV su intención de acceder a la misma. La adquisición de tal condición se producirá en el momento en que el Ministro de Economía y Hacienda apruebe el Convenio previsto en el párrafo tercero del apartado 1 del artículo 55 RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998–¹⁵⁶.

§38. 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 pueden¹⁵⁷. Pero el propio artículo 76 RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998– 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 analizamos el artículo 69 RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998–, en el que se hace referencia a los accionistas del SCLV, entre los que no aparecen los servicios de compensación y liquidación creados por la 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 inversa¹⁵⁸.

a.2.2) Pérdida y suspensión de la condición de Entidad adherida.

§39. El artículo 79 RD 116/1992 establece los supuestos de *pérdida y suspensión de la condición de Entidad adherida*¹⁵⁹.

152. Art. 76.4 RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998–.

153. En sí mismo, este hecho no es una novedad, pues el antiguo art. 76.2 a) RD 116/1992 ya reconocía que el Banco de España podía ser Entidad Adherida.

154. «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 de 6 de julio de 1992 sobre requisitos y procedimiento para la adquisición de la condición de entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

155. Arts. 77 y 78, números 1 y 2, RD 116/1992.

156. Art. 78.3 RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998–.

El Convenio, al que se refiere el párrafo tercero del apartado 1 del art. 55 RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998–, tiene por objeto la labor de gestión por parte del SCLV, en colaboración con el Banco de España, de la compensación de los saldos de valores y efectivo derivada de las operaciones que, en ejecución de la política monetaria, realice el Banco de España, el Banco Central Europeo y los bancos centrales integrantes del Sistema Europeo de Bancos Centrales (cfr. también art. 55.1.2º RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998–).

157. Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F.: «Los valores representados en anotaciones en cuenta...», cit., pg. 20.

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

159. 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. 76 RD 116/1992 –modificado por RD 2590/1998–, donde se relacionan las distintas entidades que pueden adherirse al SCLV, entre las que se encuentran las SV y AV, sean o no miembro

§40. La **pérdida** tendrá lugar –art. 79.1 RD 116/1992–:

- 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 76.2 a) RD 116/1992 –modificado por el RD 2590/1998–¹⁶⁰.
- 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 artículo 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).

§41. 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.

§42. 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 Entidad¹⁶¹. 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.

§43. 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 726/1989 sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedades de Bolsa y Fianza Colectiva.

de una Bolsa, distintas entidades de crédito y las Entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV; *vid.* también art. 7.3 y arts. 63.3 a) y 54.4 LMV –modificados por Ley 37/1998–]. 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.

160. En el art. 79 RD 116/1992 se contienen dos discordancias, que hemos intentado salvar con la remisión al art. 76.2 a) RD 116/1992 –modificado por RD 2590/1998–, que, en nuestra opinión, es la más acorde con el régimen actualmente vigente. La primera discordancia consiste en que el art. 79 RD 116/1992 se remite erróneamente al art. 77 a) de la Ley 24/1988, cuando debiera haberse remitido al art. 76.2 a) de la Ley 24/1988. La segunda discordancia se desprende de la reforma introducida por la Ley 37/1998, en virtud de la cual tanto el art. 76, como el art. 77 de la Ley 24/1988 han sido radicalmente modificados, de modo que ahora resulta difícil subsanar lo que, hasta el momento, cabía interpretar como un error material. El RD 2590/1998 no ha reparado en el art. 79 RD 116/1992, de modo que habrá que esperar al Texto Refundido del RD 116/1992, para corregir la disfunción contenida en ese artículo.

161. 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.

§44. 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 podían desarrollar las actividades enumeradas en el antiguo artículo 71, en su redacción dada por la Ley 24/1988¹⁶². En un primer momento, «para no provocar una ruptura con las prácticas tradicionales de nuestro sistema financiero»¹⁶³, se admitió que, además de las Sociedades y Agencias, otras entidades pudiesen adquirir la condición de Entidad adherida. Pero se facultó 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»¹⁶⁴. Parece que las líneas trazadas por la LMV apuntaban a que las Sociedades y Agencias llegasen a ser las únicas autorizadas para desarrollar las actividades enumeradas en la mencionada redacción del artículo 71 LMV¹⁶⁵. Pero la Ley –decía su Exposición de Motivos– consideró «prematureo pronunciarse por una especialización forzosa de las instituciones financieras en actividades del mercado de valores», aunque no excluía esa posibilidad, que habría de «concretarse a la vista del desarrollo de las Sociedades y Agencias de Valores»¹⁶⁶.

Sin embargo, el rumbo de los acontecimientos, reflejado en el proceso de reforma de la LMV y en el texto legal resultante –la Ley 37/1998, de 16 de noviembre–, se ha orientado en una dirección distinta de la que previera la primera redacción de aquella Ley.

a.2.3) (Excursus) Modificación del Título V de la LMV. Las Empresas de Servicios de Inversión.

§45. La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ha dado término a un largo proceso de modificación de la LMV¹⁶⁷. Así se ha dado cumplimiento a la necesidad de transponer a nuestro ordenamiento la 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 –en adelante, DSI–, y la 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. Como consecuencia de esta reforma, el Título V de la LMV –en el que, hasta el momento, se trataba de las «Sociedades y Agencias de Valores» y que pasa a denominarse «Empresas de servicios de inversión» (en adelante, ESI)– ha sido objeto de uno de los cambios más señalados introducidos por el nuevo texto normativo.

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 han experimentado en esta materia.

Podemos anticipar que el nuevo régimen establecido por la Ley 37/1998 supone un giro respecto al enfoque proyectado por la primera redacción de la LMV, en lo atinente a la función de las entidades de crédito dentro del mercado de valores. Se pretendía entonces que el panorama del mercado fuese dominado por las Sociedades y Agencias de Valores. Las entidades de crédito no se dejaron desplazar y, durante la vigencia del régimen impuesto por la Ley 24/1988, actuaron en este campo por medio de Sociedades o Agencias de Valores que constituyeron al efecto, acogidos a las posibilidades que les ofrecía el ordenamiento¹⁶⁸. La Ley 37/1998 rompe

162. Que vienen a corresponder con los servicios de inversión y actividades complementarias contemplados en el art. 63 LMV –modificado por Ley 37/1998–.

163. EM LMV, número 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.*

164. EM LMV, número 13.

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

166. EM LMV, número 13 *in fine*.

167. En el Dictamen emitido por el Consejo de Estado en Pleno, en sesión celebrada el día 28 de septiembre de 1995, pronunciándose sobre el «Anteproyecto de Ley de modificación parcial de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores», ya se observa que el Anteproyecto que se informa es «fruto de reelaboraciones sucesivas de diversos “borradores” de fechas 1 de noviembre de 1994, enero de 1995 y 8 de febrero de 1995».

168. 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).

con esta situación y dota a las entidades de crédito de plenitud de facultades para la actuación en los mercados de valores¹⁶⁹.

§46. El nuevo Título V de la LMV comienza dando un concepto de ESI¹⁷⁰. El artículo 62 LMV –modificado por Ley 37/1998– dispone que la ESI son 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 contenida en este artículo se apoya sobre dos exigencias o características: una estructural y la otra funcional¹⁷¹.

§47. Por lo que al aspecto *estructural* o *institucional* se refiere, dispone el artículo 62 LMV –modificado por Ley 37/1998– que las ESI son «*entidades financieras*», concepto éste contemplado por la Ley 13/1992, de 1 de 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 LMV –modificado por Ley 37/1998– 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**¹⁷².

§48. Desde una perspectiva *funcional*, la Ley 37/1998 ha intentado detallar en su definición de las ESI en qué consistirá la actividad de estas entidades. En el artículo 62.1 LMV –modificado por Ley 37/1998– destaca que su actividad *principal* consiste en prestar **servicios de inversión**, con carácter profesional, a terceros y en el artículo 62.2 LMV –modificado por Ley 37/1998– añade que también podrán prestar otras **actividades complementarias**. En una extensa enumeración, el artículo 63, números 1 y 2, LMV –modificado por Ley 37/1998– relaciona cuáles son los servicios de inversión y las actividades complementarias¹⁷³. El artículo 63.3 LMV –modificado por Ley 37/1998– amplía el ámbito de actuación de las ESI

169. Vid. art. 65 LMV –modificado por Ley 37/1998–.

170. 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 de julio, del Mercado de Valores», de 17 de abril de 1995, se llegó a prever unas especialidades de la suspensión de pagos y la quiebra de las ESI (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 posteriores redacciones de los textos de reforma de la LMV la referencia a los aspectos concursales de las ESI.

171. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J.: «Disposiciones generales...», cit., pg. 81.

172. Recogidas las tres en la enumeración de entidades financieras que comprende el art. 3.1 del RD 1343/1992, de 6 de noviembre, 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 AA VV, *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, t. III, Valencia, 1995, pgs. 3711 y ss.).

173. El texto de los dos primeros párrafos del art. 63 LMV –modificado por Ley 37/1998– 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.
- 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 consideraran 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».

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 LMV –modificado por Ley 37/1998–. Para terminar con los aspectos funcionales, podemos añadir que el artículo 62.2 LMV –modificado por Ley 37/1998– concede a las ESI la posibilidad de ser **miembros de los mercados secundarios oficiales**.

§49. Por otro lado, como ya hemos señalado, la Ley 37/1998, rompiendo con la línea de evolución prevista originariamente por la Ley 24/1988, 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 ESI**. La Ley 37/1998 ha procedido siguiendo las prescripciones de la *normativa comunitaria*. El artículo 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 de diciembre de 1989) ha dado lugar a que nuestra Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, en su artículo 52 i)¹⁷⁴ 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»¹⁷⁵.

Junto al imperativo de la normativa comunitaria, podemos invocar, como otro motivo que apoya el fortalecimiento dado a las entidades de crédito por la Ley 37/1998, *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 negocial¹⁷⁶. Esto hace pensar en el sin sentido 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 LMV –modificado por Ley 37/1998– otorga a las entidades de crédito plenitud de facultades, pues reconoce que pueden realizar *todas las actividades previstas en el artículo 63 LMV* –modificado por Ley 37/1998–, es decir, todas las previstas para las ESI. Además el artículo 37.1 b) LMV –modificado por Ley 37/1998– reconoce a las entidades de crédito la posibilidad de ser *miembros de los mercados secundarios oficiales de valores*¹⁷⁷.

§50. Para cerrar el capítulo de modificaciones institucionales, el artículo 65.2 LMV –modificado por Ley 37/1998– prescribe que el Gobierno podrá crear *otras entidades*, así como permitir a otras personas o entidades que, sin ser ESI, puedan realizar alguna de las actividades propias de las mismas, o que contribuyan a un mejor desarrollo de los mercados de valores.

b) Organización interna del registro de valores admitidos a cotización en Bolsa.

§51. El control de los valores será facilitado por las **referencias de registro** que son atribuidas a cada saldo de valores¹⁷⁸. 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 detalle¹⁷⁹. Para asegurar que el sistema será seguido

174. Modificado por la Ley 3/1994, de 14 de 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.

175. 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 TUÉLLS, E. (dir.): *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, pgs. 146 y ss.

176. 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.

177. No obstante, la disp. final primera de la Ley 37/1998 pospone hasta el 1 de enero del año 2000 la plena vigencia de este art. 37.1 b) LMV, pues sólo a partir de esa fecha podrán las entidades de crédito ser miembros de las *Bolsas de Valores*.

178. 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).

179. Art. 32.1 RD 116/1992.
Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J.: «Las acciones representadas...», cit., pg. 116.

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 detallan la configuración de las referencias de registro procurarán asegurar la identificación individualizada de cada operación sobre valores; estas reglas serán fijadas por el SCLV¹⁸⁰.

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 legitimación¹⁸¹. El desglose del valor se efectuará en aquella cuenta en la que el valor se individualiza –siguiendo para ello las directrices del artículo 31.5 RD 116/1992–.

§52. Pesa sobre el SCLV la responsabilidad de una cuádruple actividad de control¹⁸²:

- 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 valores¹⁸³ 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 control¹⁸⁴. 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 corresponda¹⁸⁵.

§53. El registro contable de los valores extranjeros admitidos a negociación en Bolsas de Valores españolas sigue las líneas fundamentales trazadas por el RD 116/1992¹⁸⁶, 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»¹⁸⁷. 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.

180. Art. 32.3 RD 116/1992.

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

181. Art. 32.3 RD 116/1992.

182. Art. 33.1 RD 116/1992.

183. 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.

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

184. Art. 33.2 RD 116/1992.

185. Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J.: «El desarrollo reglamentario...», cit., pg. 272.

187. Art. 35.2 RD 116/1992.

2.2. *Registro de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.*

§54. 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 505/1987¹⁸⁸.

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**¹⁸⁹, siguiendo así la estructura del doble escalón¹⁹⁰.

Existe una tercera categoría de sujetos: los **Titulares de Cuenta** a nombre propio en la Central de Anotaciones¹⁹¹.

La Ley 24/1988 disponía *expresamente* que estos sujetos o entidades eran Miembros del Mercado¹⁹²—la LMV modificada por la Ley 37/1998 no señala expresamente si los Titulares de Cuenta son o no Miembros del Mercado—. Establecía también la Ley 24/1988 que sólo podían operar por cuenta propia, estándoles vedada la posibilidad de actuar como intermediarios financieros¹⁹³. Formaban parte de la estructura del Mercado, pero no de la estructura del registro de valores de Deuda Pública anotados en cuenta. Para adquirir la condición de Titular de Cuenta a nombre propio se exigía cumplir los requisitos establecidos al efecto por el Ministerio de Economía y Hacienda¹⁹⁴.

Tras la modificación introducida por la Ley 37/1998, las líneas maestras del sistema del registro siguen siendo las mismas, así la Central de Anotaciones llevará de forma individualizada las cuentas a nombre propio de los Titulares de Cuenta¹⁹⁵. Estos podrán ser, además del Banco de España, los organismos compensadores y liquidadores de los mercados secundarios oficiales y los centros de compensación interbancaria, al objeto de gestionar el sistema de garantías, así como quienes cumplan los requisitos que al efecto se establezcan en el Reglamento del mercado¹⁹⁶.

§55. La **Central de Anotaciones** es un servicio público que no tiene personalidad jurídica propia y lo gestiona, por cuenta del Tesoro, el Banco de España¹⁹⁷. El artículo 55.3 LMV —modificado por Ley 37/1998— reitera estas ideas. El artículo 55.2 LMV —modificado por Ley 37/1998— confiere al **Banco de España la consideración de organismo rector** del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, función

188. 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 de 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.

189. 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.

190. Arts. 7.4 y 57.1 LMV.

191. Art. 57, números 2 y 3, LMV —modificados por Ley 37/1998—.

192. Art. 57.1 Ley 24/1988.

Vid. 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.

193. Art. 56.5 Ley 24/1988.

Vid. ANGULO RODRÍGUEZ, L.: «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», cit., pg. 282; SANTOS MARTÍNEZ, V.: *Valores informatizados*, cit., pgs. 15-16.

194. Art. 58 Ley 24/1988.

Vid. 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 de 19 de junio de 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».

195. Art. 57.2 LMV —modificado por Ley 37/1998—.

196. Art. 57.3 LMV —modificado por Ley 37/1998—.

197. Art. 5.1 RD 505/1987.

esta que antes correspondía a la Central de Anotaciones¹⁹⁸. 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 cuentas¹⁹⁹:

- de forma individualizada, para las cuentas a nombre propio de los titulares autorizados a operar directamente en la Central²⁰⁰;
- de forma global, para las cuentas de terceros que tengan abiertas las Entidades Gestoras en dicha Central²⁰¹.

§56. Las Entidades Gestoras pueden ser de dos clases²⁰²:

- **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 terceros²⁰³.
- **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»²⁰⁴.

Podrán adquirir la condición de Entidad Gestora el propio Banco de España²⁰⁵ —además de ser gestor de la Central de Anotaciones— y «los Miembros del Mercado que cumplan los requisitos que se establezcan reglamentariamente»²⁰⁶.

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 Mercado²⁰⁷. 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

198. Art. 57.1 Ley 24/1988. Vid. los comentarios, formulados con relación a aquel régimen, contenidos en 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, comentaba 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».
199. Art. 57.2 LMV —modificado por Ley 37/1998—.
200. Vid. DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 381.
201. Destacando más los aspectos operativos que los registrales, observa ANGULO esta idea (en «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», cit., pgs. 281-282) 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.
202. Art. 6 RD 505/1987, modificado por el RD 1009/1991, de 21 de junio. Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A.: «La reforma del mercado de valores», cit., pg. 2669, nota 15.
203. Art. 58.4 LMV —modificado por Ley 37/1998—. Vid. DÍAZ MORENO (en «La prenda de anotaciones en cuenta», cit., pg. 381), quien remite a los arts. 56 y 58 de la Ley 24/1988; PÉREZ ESCOLAR, R.: «El Derecho bancario en el siglo XXI...», cit., pg. 1014.
204. Arts. 58.3 LMV —modificado por Ley 37/1998— y 8.3 RD 505/1987 —modificado por RD 1009/1991—. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L.: «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», cit., pgs. 282-283; SANTOS MARTÍNEZ, V.: *Valores informatizados*, cit., pg. 16.
205. Art. 8 RD 505/1987 —modificado por RD 1009/1991—.
206. Art. 58.1 LMV —modificado por Ley 37/1998—.
207. Art. 6.5 RD 505/1987 —modificado por RD 1009/1991—. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L.: «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», cit., pg. 283.

realizar a la Central²⁰⁸. Uno de estos registros²⁰⁹ es el Registro Oficial por cuenta de terceros, de cuyos saldos cada Entidad Gestora deberá efectuar diariamente los desgloses correspondientes²¹⁰. Observa el artículo 6.4.º RD 505/1987 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 Central²¹¹.

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 ellas²¹². 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 Hacienda²¹³.

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 Central²¹⁴ 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 originen²¹⁵.

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 Central²¹⁶. El artículo 4 de la OM de 7 de julio de 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»²¹⁷.

V. RESPONSABILIDAD DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES

§57. La trascendencia de la función desarrollada por las Entidades encargadas de la llevanza de los registros contables de valores anotados en cuenta exige someter a éstas a un régimen de responsabilidad, mediante el cual se ampare los intereses de los particulares y los del mercado²¹⁸.

208. Art. 12.6 RD 505/1987.

209. Contemplado en la OM de 7 de julio de 1989.

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

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

212. Art. 6.4 RD 505/1987.

213. 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.

214. Art. 6.3 RD 505/1987.

215. 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.

216. Art. 6.6 RD 505/1987.

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

218. Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la "Representación de Valores..."», cit., pg. 2846.

1. Régimen de responsabilidad civil objetiva.

1.1. Circunstancias en las que se hace efectiva la responsabilidad civil de las Entidades encargadas.

§58. 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 registros²¹⁹. 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»²²⁰. 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 registro²²¹.

§59. 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—.

§60. 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 concurra²²². 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 cuenta²²³. 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 explicable²²⁴.

219. 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.
220. 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 párrafo 3º, exige de las Entidades encargadas que, cuando se transmita la propiedad de valores sujetos a derechos reales limitados o gravámenes, notifiquen la inscripción de la transmisión al usufructuario, al acreedor pignoraticio o titular del gravamen; en su párrafo 4º, este mismo artículo, dispone que estas Entidades deberán procurarse siempre acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y hacerse con copias de los documentos que se hayan precisado para efectuar la transmisión y que deberán conservarlos como prevé el art. 30 CC.
221. Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L.: «Derechos de crédito representados mediante anotaciones...», cit., pg. 277..
222. Arts. 7.6 LMV y 27.1 RD 116/1992.
223. 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».
224. 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 de junio—, cuyo art. 1 pone como límite de la responsabilidad «la fuerza mayor extraña a la conducción o al funcionamiento del vehículo».

§61. 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 perjuicios²²⁵.

1.2. Indemnización.

§62. La indemnización que le corresponda efectuar a la Entidad encargada, en la medida de lo posible, **se hará efectiva en especie** si el perjuicio consistió en la privación de valores²²⁶. 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 fácil²²⁷. 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»²²⁸–. 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 pecuniaria²²⁹.

2. Sometimiento de las Entidades encargadas a un régimen de responsabilidad administrativa.

§63. Las Entidades encargadas se encuentran también sometidas al régimen de responsabilidad administrativa, o de cualquier otro orden, que resulte procedente²³⁰. 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 CNMV²³¹.

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.

225. Art. 27.3 RD 116/1992.

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

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

BERCOVITZ, 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).

227. 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*.

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

229. 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.

230. 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.

231. 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 AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, cit., pg. 1144.

VI BIBLIOGRAFIA

AA VV: *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987.

– *Enciclopedia Jurídica Básica*, Madrid, 1995.

– *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, Valencia, 1995.

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 ss.

ANGULO RODRÍGUEZ, L.: «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados...*, cit., pgs. 261 y ss.

BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: «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 AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, cit., pgs. 756 y ss.

– «Entidad de crédito», en *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, cit., pgs. 2818 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.

DÍAZ MORENO, A.: «La necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de valores», en *Der. neg.*, t. 1990-1991, pgs. 28 y ss.

– «La prenda de anotaciones en cuenta», en *RCDI*, 1991, núm. 603, pgs. 355 y ss.

DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A.: «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados...*, cit., pgs. 309 y ss.

DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L.: *Fundamentos de Derecho civil patrimonial II*, Madrid, 1983.

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...*, t. II (*Sociedades mercantiles*), cit., pgs. 1641 y ss.

ESPIÑA PÉREZ, D.: *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995.

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.

FORNIÉS BAIGORRI, A.: «La reforma del mercado de valores», en *RGD*, 1989, núm. 536, pgs. 2661 y ss.

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 configurados», en GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.): *Estudios sobre la sociedad anónima*, cit., pgs. 21 y ss.

GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Curso de Derecho mercantil*, t. I, 7ª ed., Madrid, 1982.

GUITARD MARÍN, J.: «Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *Der. neg.*, 1992, núm. 17, pgs. 62 y ss.

IGLESIAS PRADA, J. L. (COORD.): *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, t. II (*Sociedades mercantiles*), Madrid, 1996.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J.: «Los negocios sobre las acciones en la Ley de Sociedades Anónimas», en *Der. neg.*, t. 1990-1991, pgs. 368 y ss.

– (COORD.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992.

- LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F.: *Elementos de Derecho civil. III bis. Derecho inmobiliario registral*. 2ª ed., Barcelona, 1984.
- MADRID PARRA, A.: «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 *Der. neg.*, t. 1990-1991, pgs. 90 y ss.
 - «Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas», en *RDM*, 1992, núms. 203-204, pgs. 147 y ss.
- MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F.: «Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos», en *Der. neg.*, 1992, núm. 26, pgs. 16 y ss.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997.
- MEJÍAS GÓMEZ, J.: «Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración», en *Act. Civ.*, 1992, núm. 10, pgs. 109 y ss.
- OLIVENCIA RUIZ, M.: «La incorporación del derecho al título y su desincorporación. (Análisis histórico dogmático)», en AA VV, *Anotaciones en cuenta...*, cit., pgs. 13 y ss.
- ORTEGA FERNÁNDEZ, R.: «Presentación», en *SSF-PEE*, 1987, núm. 19, pgs. 9 y ss.
- PAU PEDRÓN, A.: «Publicidad del Registro Mercantil», en AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, cit., pgs. 5394 y ss.
- PANTALEÓN PRIETO, F.: «Cesión de créditos», en *ADC*, 1988, fascículo IV, t. XLI, pgs. 1033 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 RODRÍGUEZ-CANO, R./SALVADOR CODERCH, P. (dir.), *Comentario del Código Civil*, t. II, cit., pgs. 1019 y ss.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.: «La desincorporación de los títulos-valor. (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)», en AA VV *El nuevo mercado de valores*, Madrid, 1995, pgs. 81 y ss.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R./SALVADOR CODERCH, P. (dir.), *Comentario del Código Civil*, t. II, 2ª ed., Madrid, 1993.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: *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.
- RECALDE CASTELLS, A.: «Depósito administrado de valores (depósito abierto de valores)», en AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, cit., pgs. 2135 y ss.
- «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.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.: «El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador», en AA VV, *Anotaciones en cuenta...*, cit., pgs. 83 y ss.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)», en AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, cit., pgs. 1139 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.
 - «Sociedad de Valores», en AA VV, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, cit., pgs. 6316 y ss.
- SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de Derecho mercantil*, 15ª ed., Madrid, 1991.
- 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).

- SEÑES 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.
- 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*, cit., pgs. 73 y ss.
- «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.
- «Los grupos de entidades financieras en el Derecho español», en AA VV, *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, t. III, Valencia, 1995, pgs. 3697 y ss.
- TAPIA HERMIDA, A./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (COORDS.): *La reforma del Mercado de Valores*, en *CRDBB*, 1996, núm. 4.
- VERDERA Y TUELLS, E. (dir.): *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993.