

**LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS
"VALORES ANOTADOS EN CUENTA":
EL DESARROLLO DE LA DOCTRINA
DE LOS *WERTRECHTE* EN
EL DERECHO ESPAÑOL.**

Prof. Dr. D. Alfonso Martínez-Echevarría y
García de Dueñas

Prof. Agregado de Derecho Mercantil
Universidad San Pablo C.E.U. (Madrid, España)



Primera Edición, 2003

Tula No. 1364 Col. Pinar de la Calma
Guadalajara, Jalisco, México
vallarta@megared.net.mx

Esta edición y sus características son propiedad de la
Editorial Mariano Otero
Queda hecho el depósito que marca la ley.
Derechos Reservados.

ISBN 970-93658-1-9

Impreso en México
Printed in Mexico

INTRODUCCIÓN.

La doctrina alemana ha desarrollado una valiosa teoría sobre la desincorporación de los valores, que ha dado lugar a la figura de los *Wertrechte*. Esta figura se encuentra regulada en los ordenamientos jurídicos de numerosos países, acogiéndola como solución al problema de la masificación de los títulos-valores, que ha castigado durante años los más importantes mercados de valores internacionales la llamada crisis del papel o *paper crunch*.

En España el proceso de la desincorporación de los valores se inició con el *Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios*, y se culminó con la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores en adelante, LMV-*, en la que se da un régimen definitivo a los llamados *valores anotados en cuenta*¹. Sin embargo, la doctrina mercantil española discute todavía numerosos aspectos con relación a los *valores anotados*. Quizá, el más controvertido es la naturaleza jurídica que corresponda atribuir a estos valores.

¹ Vid. un acertadísimo análisis de este régimen en HEESSEN, H.-G., *Die Entkörperung im spanischen Effektenwesen. Die "Ley del Mercado Valores" (1988): Gesetzliche Regelung und Anerkennung einer selbständigen Kategorie von "Wertrechten"?*, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-New York-Paris-Wien, 1997.

1. LOS VALORES ANOTADOS, COMO UNA CATEGORÍA ESPECÍFICA DENTRO DE LOS VALORES MOBILIARIOS.

1.1. EL COMPONENTE OBJETIVO -EL VALOR MOBILIARIO O NEGOCIABLE- Y EL COMPONENTE FORMAL -LA REPRESENTACIÓN CONTABLE REGISTRAL- DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

Hay dos cuestiones que deben ser tenidas en cuenta en el debate sobre la naturaleza de los valores anotados.

La primera circunstancia que interesa resaltar es la *identificación de los conceptos valor negociable y valor mobiliario*², pues podemos entender que serán aplicables a los valores anotados las disposiciones normativas y las consideraciones doctrinales que hagan referencia tanto a una como a otra acepción de esta realidad.

Por otro lado, hemos de tener presente que el valor anotado en cuenta es una realidad compleja, en la que confluyen un componente objetivo -el valor mobiliario- y un componente formal -la anotación en cuenta, como medio de representación registral del valor mobiliario-³.

De esta circunstancia se extrae, entre otras, una consecuencia de especial importancia, como es el *carácter real de la titularidad sobre los valores anotados*, pues, aunque el contenido de éstos pueda ser un derecho de crédito, la *representación registral* permite que sean aplicables a los valores normas del Derecho de cosas⁴.

2 Sobre esta cuestión, *vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 116 y ss. Allí se comenta que los términos "valor mobiliario" y "valor negociable", pueden considerarse sinónimos. De este modo se resuelve el desconcierto que había causado en la doctrina española la utilización del novedoso término "valor negociable" por la LMV, que no ha venido a sustituir, sino a *matizar* el término "valor mobiliario", usado por la doctrina mercantil española tradicional.

3 *Vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 140 y ss.

4 *Vid. infra* Epígrafe 1.2.2.1..

1.2. LA CALIFICACIÓN JURÍDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

Toda la herencia acumulada en el Derecho español de los últimos años sobre la desmaterialización de los valores fue recogida por la LMV. En ella se da una *forma definitiva* a la figura de los valores anotados dentro del ordenamiento jurídico español -comprendiendo dentro de su ámbito tanto los valores de Deuda pública, como cualquier otro tipo de valores negociables⁵- y se sientan las bases sobre su régimen jurídico⁶.

Sin embargo, las opiniones doctrinales son divergentes por lo que se refiere a la descripción y calificación de la naturaleza jurídica de los valores anotados en cuenta. Es criticable, en este sentido, que la LMV no se haya detenido en un esfuerzo de delimitación conceptual, que arrojarase algo de luz sobre la cuestión⁷.

No resulta nada fácil la determinación de la naturaleza de los valores anotados en cuenta, pues se ven todavía afectados por la problemática que incidía sobre la figura de los títulos-valores: la

5 Si hasta la fecha tan sólo la Deuda pública había sido objeto de desmaterialización, desde esta Ley "todos los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta" -art. 5 LMV-. De modo más explícito, dice el artículo 2 LMV que "quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, *públicas o privadas*".

6 En los artículos 5 a 12 LMV -y en su desarrollo en el RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (en adelante, RD 116/1992)- se definen los aspectos principales que configuran el régimen jurídico de estos valores. Queda claramente establecido: 1º) cómo es el nacimiento o modo de constitución de estos valores -art. 8 LMV-; 2º) cómo se determina su contenido -art. 6 LMV-; 3º) cómo se procede a su transmisión -art. 9 LMV-; 4º) cómo se constituyen sobre ellos derechos reales limitados u otra clase de gravámenes -art. 10 LMV- y 5º) se establece un régimen de legitimación registral -susceptible de ser instrumentado mediante certificados (art. 12 LMV)- para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores anotados en cuenta -art. 11 LMV-.

7 Sorprendentemente, tampoco se entretuvo el legislador en recoger ningún concepto de *valor negociable*, lo cual no le impide afirmar en el número segundo de la Exposición de Motivos que "la Ley reposa sobre el concepto de «valores» o, para mayor precisión, de «valores negociables»". Tan cierto es ese papel fundamental que atribuye la Ley al concepto de valor negociable que, como ya hemos podido ver, la *puerta de acceso* a la representación en forma de anotaciones en cuenta será contar antes con dicha condición.

Todo cuanto dice la Ley en este sentido, en el mismo número segundo de la Exposición de Motivos, es que se trata de un "concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal, pero no por ello carente de realidad".

situación *fronteriza* que ocuparon éstos entre el Derecho de obligaciones y el Derecho de cosas⁸. Pero ahora el debate entre los Autores que se han pronunciado sobre la cuestión es toda fa mucho más sutil, pues se centra en el hecho de si existe o no *incorporación* en la configuración jurídica de los valores representados en forma de anotaciones en cuenta.

1.2.1. LA EQUIVOCADA PRETENSIÓN DE IDENTIFICAR LOS VALORES ANOTADOS CON UNA FORMA EVOLUCIONADA DE LOS TÍTULOS-VALORES.

Para un sector doctrinal, la pieza clave de la dógmatica del título-valor, que es la incorporación, sigue viva en los valores anotados en cuenta.

Pero, dentro de este modo de entender la naturaleza de los valores anotados, hay también distintos pareceres. El debate doctrinal ha conducido a una labor de minuciosa *disección* conceptual, que, lejos de arrojar luz sobre el asunto, quizá, ha sembrado mayor confusión. Hasta el momento *incorporación* y *materialización* podían considerarse términos sinónimos⁹. Sin embargo, ahora algunos de los Autores que niegan que la incorporación haya dejado de existir en los valores anotados, distinguen entre incorporación y materialización; de este modo, admitiendo que se produce una desmaterialización, entienden que la incorporación persiste en forma de una *incorporación inmaterial* o *desmaterializada*, que, en términos jurídicos, denominan *incorporación no documental*¹⁰.

8 Aquella problemática fue resuelta concibiéndolos como *derechos subjetivamente reales*; consiguiendo así, como nos es sabido, que los derechos incorporados no viviesen "la vida que les es propia, sino una vida ajena: la vida de las cosas" (vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta. [Análisis del Real Decreto Regulador]", en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pág. 107).

9 Uno más arraigado entre la doctrina francesa -*matérialisation*- e italiana -*materializzazione*- y otro -*Verkörperung*- con más predicamento en la doctrina alemana, donde tuvo su origen -si bien se emplea también en este ámbito, para referirse a la desmaterialización de los valores, el término *Entmaterialisierung*-.

10 ROJO FERNÁNDEZ-RÍO comenta que "el pensamiento jurídico (...) tiene ante sí el dilema de admitir o no la fungibilidad del soporte al que se incorpora el valor; es decir, la posibilidad de admitir una *incorporación no documental*" (cfr. "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 108).

Contra 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), págs. 73-74.

Pero hay también quien mantiene no sólo que la incorporación sigue en pie, sino que en los valores anotados también se produce materialización¹¹.

Desde una opinión, a nuestro juicio, más moderada se afirma que el legislador al hablar de las anotaciones en cuenta acude al término "representación"¹² como una forma de "atenuar la tradicional «incorporación», pero que sigue poniendo *acentos materializadores del derecho*"¹³ y, desde esta óptica, el valor anotado en cuenta "responde más a una evolución de figuras preexistentes, cuyas funciones se mantienen aunque cambie la forma de representación o documentación, que al nacimiento de un instrumento mercantil nuevo"¹⁴.

11 PÉREZ ESCOLAR afirma que "aunque a primera vista pudiera parecer que una de esas notas, la incorporación del derecho al título (la que con más énfasis suele destacar la doctrina), se ha desvanecido mediante un proceso de «desmaterialización» del documento, la verdad es que ocurre justamente lo contrario: lo único que ha cambiado en muchos casos es que el derecho no se incorpora a un «documento» en el sentido tradicional del término, un papel que recoge determinadas manifestaciones de voluntad suscritas por quien las formula, sino a otro medio o soporte de naturaleza informática, pero tan «físico» como el papel. No en vano la electricidad y la electrónica son disciplinas integradas en la Física." (cfr. "El Derecho bancario en el siglo XXI (Derecho y Tecnología)", *LA LEY*, 1991, nº 2671, pág. 1014).

DOMÍNGUEZ GARCÍA entiende que la anotación en cuenta de los valores es una forma de representación que *se subsume en la noción genérica de título-valor* y, en consecuencia, afirma que "en los supuestos de representación contable, el derecho o situación jurídica *se incorpora a un soporte magnético, material, memorizado, legible y reproducible a través de certificados, produciéndose en todo caso la cosificación a efectos jurídicos*" -los subrayados son nuestros- (cfr. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A., "Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico", en IGLESIAS PRADA, J. L. [coord.], *Estudios Menéndez...*, Tomo II, [*Sociedades mercantiles*], *cit.*, pág. 1653).

12 *Vid.*, entre otros, arts. 5.2 y 6.1 LMV.

13 Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores por anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero", en *DN*, 1992, nº 19, pág. 11 y "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos", en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, págs. 277-278.

14 Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 12; *vid.* también, de este mismo Autor, "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 267-270.

No compartimos la opinión de este Autor cuando afirma que "la representación mediante título o documento de papel o mediante anotación en cuenta o registro contable, sea o no en soporte informático, ambos documentos en sentido civil y procesal, *son dos formas de instrumentación o documentación, que no afectan a la esencia de esos valores*" -el subrayado

es nuestro- (cfr. "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 12). Entendemos que es precisamente la forma de representación la que determina la esencia de un valor, tanto cuando es representado en forma de título-valor -acto en virtud del cual el valor escapa al régimen de la cesión de créditos y pasa a formar parte de una categoría nueva, con su propio régimen-, como cuando es representado por medio de anotación en cuenta -forma de representación que, igualmente, atribuye al valor una naturaleza propia, una esencia específica-. En este sentido, podemos traer a colación las palabras de EIZAGUIRRE, quien -refiriéndose al depósito administrado de valores, que supuso una transformación menos drástica que la ejercida por el sistema de anotaciones en cuenta de la LMV- hace mención expresa de "las modificaciones de tipo dogmático advertidas en los títulos de inversión *bancarizados*" (cfr. "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", en *RDM*, 1982, nº 163, pág. 87) y, en otro lugar de ese mismo trabajo, afirma que "existen indicios de que la sustitución del sistema de materialización del derecho podría comportar *alteraciones de orden dogmático sustanciales*" -el subrayado es nuestro- (*op. cit.*, pág. 88).

ANGULO RODRÍGUEZ manifiesta que, aunque en el Preámbulo del RD 505/1987 "late ciertamente una voluntad sustitutiva de los títulos-valores por los «derechos-valores»", a su juicio, el referido Real Decreto no llega a conseguir el objetivo anunciado en su Preámbulo (cfr. "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 288) y, afirma este Autor, que "independizada la letra de la intención expresada en el Preámbulo del RD 505/1987, no puede silenciarse que en algunos preceptos sigue contemplándose la Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, *más que como unos derechos de crédito anotados, como unos derechos materializados o cosificados*" -el subrayado es nuestro- (*op. cit.*, págs. 288-289; *vid.* también estas mismas opiniones vertidas en la "Conclusión" del estudio que comentamos -*op. cit.*, págs. 304 y ss.-).

Comentando el régimen de las *obligaciones -de sociedad anónima- anotadas en cuenta*, al hilo de lo expresado por los arts. 290.1 y 290.3 LSA y 94.10 RRM -este último, en su redacción dada por el RD 1597/1989, de 29 de diciembre-, afirma ANGULO RODRÍGUEZ que "el régimen de las obligaciones de sociedades anónimas representadas mediante anotaciones en cuenta, nada aporta a clarificar esa interesante polémica sobre si estamos ante una mera evolución y desarrollo de la tradicional figura de los títulos-valores (...) o si realmente estamos ante el nacimiento de una figura jurídica de nuevo cuño" (cfr. "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 294-295).

Hay también quien defiende que, en el caso de los valores anotados, nos encontramos todavía dentro de la categoría de los títulos-valores -*títulos incorporados a soportes informáticos*-¹⁵, pero que *la materialidad ya no existe*¹⁶.

Pero es opinión común de estos Autores que, puesto que la incorporación persiste, los valores anotados en cuenta no son sino un estadio evolucionado más en el desarrollo de la figura de los títulos-valores¹⁷. De modo que no es necesario hablar de *derechos-valores - Wertrechte* cuando queramos hacer referencia a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta¹⁸. Desde este modo de entender, puede afirmarse que el legislador no ha creado una figura nueva: simplemente ha modificado su forma de representación.

15 Cfr. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., "El Derecho del mercado de capitales", en *RDBB*, 1988, n.º 29, pág. 85.

Contra DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", en *RCDI*, 1991, n.º 603, pág. 375. SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, págs. 74-75) entiende que la propuesta de BERCOVITZ de "una nueva noción de título-valor" no puede ser compartida, pues constituye una "pretensión de alterar la noción, tan rigurosamente diseñada, del «título-valor»"; que la expresión "título" no tendría ya el sentido de documento o papel, o de "cosa corporal" -propuesta por GARRIGUES (en *Tratado de Derecho mercantil*, Tomo II, Madrid, 1955, pág. 8)-; continúa SANTOS MARTÍNEZ comentando las diferencias de naturaleza existentes entre estas dos figuras y observa que "incluso se ha contrapuesto el adjetivo «tabular» al adjetivo «cartular» para distinguir la expresión de los derechos mediante las anotaciones contables de la representación mediante los tradicionales «títulos»" (*op. cit.*, pág. 75; *vid.* también SANTOS MARTÍNEZ, V., "Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta", en ALONSO UREBA, A.; DUQUE DOMÍGUEZ, J.; ESTEBAN VELASCO, G.; GARCÍA VILLAVERDE, R.; SÁNCHEZ CALERO, F. [coords.], en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II [Capital y acciones], Vol. I, págs. 496-497).

16 Cfr. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 89.

17 Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 11-12, donde se argumenta cómo puede encontrarse en el régimen de los valores anotados un reflejo del esquema tradicional de la dogmática de los títulos-valores: *incorporación, literalidad del derecho, autonomía* en la posición de los sucesivos adquirentes y *legitimación a través de la posesión*.

PÉREZ ESCOLAR (en "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1014) afirma que "los títulos-valores, tan cuidadosamente elaborados de consuno por juristas y comerciantes, seguían incólumes en el fondo. La «crisis» no era más que una forma de hablar, tal vez un tanto efectista, que venía a definir la *adaptación de tales documentos a las nuevas realidades del tráfico*, sobre todo por la increíble masificación de que habían sido objeto, *mas sin perder por ello su utilidad y, sobre todo, su esencia*" -los subrayados son nuestros-.

BERCOVITZ entiende que "la utilización de soportes informáticos para sustituir al documento de papel *debería tener cabida dentro de la noción del título-valor*, aunque sea

preciso realizar un esfuerzo de adaptación, tanto normativa como doctrinal de las reglas tradicionalmente aplicables a los títulos-valores" -el subrayado es nuestro- (cfr. "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 85); si bien deja una puerta abierta a la alternativa opuesta, pero no sin recelo, pues afirma: "Sóloamente en el caso de que esa adaptación no fuera viable habría que crear una categoría distinta; pero en tal caso debería quedar claro que en esa categoría se comprenderían instrumentos incluidos tradicionalmente en la noción de los títulos-valores" (*op. cit.*, pág. 85).

18 BERCOVITZ afirma que en nuestro Derecho no se interponen dificultades terminológicas -como sí ocurre en la doctrina alemana- para incluir los *títulos incorporados a soportes informáticos* dentro de la categoría de los títulos-valores. El término germánico para designar a los títulos-valores -*Wertpapier*- hace referencia directa a la existencia de un documento de papel como elemento integrante del título-valor. Pero, señala este Autor, en nuestro Derecho la noción de título es más abstracta, de modo que, por lo que a este aspecto se refiere, los valores anotados en cuenta bien podrían ser considerados títulos-valores (cfr. "El Derecho del Mercado de capitales...", *cit.*, pág. 85).

En esta misma línea, ANGULO entiende que "la inclusión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta en la categoría de los títulos-valores en sentido amplio, no tropieza en España ni con dificultades terminológicas ni con obstáculos conceptuales de relieve" (cfr. "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 12).

Por lo que se refiere a la función económica que cumplen los valores anotados, ésta es la misma que hasta el momento venían desarrollando los valores encartados y en ello encuentra este sector de la doctrina un argumento más en favor de su tesis -tendente a incluir los valores anotados en cuenta dentro de la categoría de los títulos-valores-.

Pero la razón de mayor peso que encuentra este sector de la doctrina para hacer valer su postura es que, si se desligaran los valores anotados en cuenta de la categoría general de los títulos-valores, se estaría renunciando "globalmente a la doctrina y regulación aplicables a los títulos-valores desde hace más de un siglo"¹⁹. Es decir, en la medida en que el régimen jurídico aplicable a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta depende de la naturaleza jurídica con que éstos sean calificados, resultaría desafortunado que la naturaleza de esta figura, que viene a sustituir a los tradicionales títulos-valores documentados en papel, fuese de todo punto incompatible con las normas que integran el régimen jurídico de éstos²⁰.

En efecto, supondría un retroceso que los valores anotados perdiesen vinculación con el cuerpo doctrinal y normativo elaborado en torno a la figura de los títulos-valores. Pero este hecho, en sí mismo considerado, no es una *argumentación dogmática* incontestable que nos fuerce a concluir que la naturaleza de los valores anotados y de los títulos-valores es la misma; en nuestra opinión, este peligro denunciado es, tan sólo, un *motivo de conveniencia* que insta al legislador y a la doctrina para que, partiendo de la *diversidad de naturaleza* que existe entre las dos instituciones, establezcan las bases que permitan hacer aplicables a los valores anotados los logros de la teoría de los títulos-valores²¹.

19 Cfr. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 86.

ANGULO RODRÍGUEZ se manifiesta en términos muy semejantes (*vid.* "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 12).

20 Teniendo presente que la LMV y el RD 116/92 ya establecen las líneas fundamentales de este régimen, cuando ahora hablamos de régimen jurídico ha de entenderse que nos referimos a las normas o preceptos que, acordes con la naturaleza de los valores anotados, puedan contribuir a la *integración* de este régimen.

21 Antes de publicarse la LMV observaba PARICIO SERRANO (en "La evolución del título-valor y el artículo 1.384 del Código civil [Comentario a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 de mayo de 1987]", en *RDBB*, 1988, nº 31, págs. 683-684) que, "mientras el sistema de anotaciones en cuenta no sea objeto de una regulación

específica, se deberá regir por el Derecho de obligaciones y únicamente *cabrá extender las soluciones del régimen tradicional de los títulos-valores cuando medie una declaración expresa del ordenamiento positivo que así lo establezca*" -el subrayado es nuestro-.

Y, en efecto, así ha sucedido, por ejemplo, al consagrar el legislador en el art. 9 LMV la *equivalencia de la inscripción registral de la transmisión de valores anotados y la tradición de los títulos* -*vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 218 y ss.-.

1.2.2. LOS VALORES ANOTADOS TIENEN NATURALEZA JURÍDICA PROPIA.

1.2.2.1. Los primeros pronunciamientos de la doctrina española sobre este particular.

Sin embargo, hay otro sector de la doctrina -en nuestra opinión, más acertado- para el cual parece mucho más consecuente enmarcar la nueva realidad en una categoría jurídica también nueva.

A los efectos que ahora nos interesan, podemos distinguir dos grandes componentes dentro de la teoría de los títulos-valores: la *dogmática de la incorporación*, en primer lugar, y, en segundo lugar, el *régimen jurídico* que resulta aplicable a los títulos-valores. La dogmática de la incorporación se ocupa de los aspectos estructurales del título-valor y es también esta dogmática la que origina la específica naturaleza jurídica que los títulos tienen. El primer objetivo de esta dogmática consiste en explicar la unión existente entre el título-valor y el derecho que representa²². Pero el objetivo último de la teoría de la incorporación, el fin más importante, no es otro sino fundamentar de algún modo la aplicación de normas y principios del Derecho de cosas a relaciones jurídicas que, en último término, constituyen derechos de obligaciones. Por más que en ocasiones se haya hablado del fenómeno taumatúrgico del título-valor, a nadie se le escapa que tal milagro -la reificación o cosificación de un derecho obligacional- tan sólo es aducido en sentido metafórico y que, además, ni siquiera en sentido metafórico o fingido puede sostenerse en toda su extensión la incorporación del derecho al título²³. Por eso entendemos que la elaboración de *la teoría de los valores anotados en cuenta puede prescindir de la incorporación como expediente legitimador para fundamentar el recurso a las normas del Derecho de cosas*. Y, sin embargo, no resulta injustificado aplicar a los valores anotados algunas normas propias del régimen de los títulos o del Derecho de cosas.

22 Vid. RUBIO GARCÍA MINA, J., *Derecho cambiario*, Madrid, 1973, pág. 16.

23 En efecto, hay supuestos en los que la unión entre el valor y el título se rompe, sin que ello suponga que el derecho incorporado se extinga. RUBIO (en *Derecho cambiario, cit.*, pág. 16) señala, entre otros, los siguientes casos:

- *puede destruirse el título y no extinguirse el derecho;
- *o cambiarse el título-valor y quedar inalterado el derecho;
- *o sustituirse el crédito primitivo y seguir documentado en el mismo título.

Son varias las razones por las que la incorporación resulta prescindible. En primer lugar, porque, como decimos, la incorporación es una metáfora que ni siquiera en el caso de los títulos da respuesta a todos los problemas que éstos plantean y, por consiguiente, en menor medida podría mantenerse la incorporación de derecho a soporte alguno cuando se trata de valores anotados en cuenta. En segundo lugar, porque la pretensión de trasladar a los valores anotados la estructura de la incorporación exige *fingir* que en los valores anotados se reproduce la *ficción* que tiene lugar en el caso de los títulos -es decir, se formula una *ficción de una ficción* - y, metodológicamente, no parece que éste sea el camino más claro para fundamentar y para explicar el fenómeno de los valores anotados. Y, en tercer lugar, porque la publicidad registral que acompaña a los valores anotados satisface las necesidades de apariencia precisas para atribuir eficacia *erga omnes* a los derechos sobre estos valores.

Por este motivo, no tiene sentido hablar de un nuevo estado en la evolución de la figura del título-valor²⁴. Los títulos-valores nacieron con la unión del derecho al papel. Una vez que desaparece el papel -es decir, cuando se rompe la unión entre el título y el derecho, cuando se prescinde de la incorporación, siquiera conceptual²⁵- desaparece también la figura del título-valor²⁴.

24 Con gran claridad, afirman DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO que ante la pregunta de "si las acciones representadas en anotaciones en cuenta pueden considerarse títulos-valores (...) la respuesta, evidente a nuestro juicio, es negativa" (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta", en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. [coord.], *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, pág. 337).

25 "¿Qué «incorporación» es ésta," -dice SANTOS MARTÍNEZ- "que carece de substrato «corporal» autónomo? Aun cuando cupiera hablar de la «incorporación» del derecho a un registro informatizado, tal expresión tendría un significado netamente distinto de aquella «incorporación» propia de los títulos-valores" (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 74 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 495).

MADRID PARRA (en "Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas", en *RDM*, 1992, n° 203-204, pág. 184) afirma que parece "excesivo hablar de «cosificación» en el sentido tradicional de incorporación a una cosa mueble"; más abajo, insiste en que "nada físico que represente a las acciones anotadas existe" (*op. cit.*, pág. 204) y que "no hay cosa física o título" (*op. cit.*, pág. 205; *vid.* también de este Autor "Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito", en *RDBB*, 1989, n° 36, págs. 704-705, donde, sin embargo, no deja del todo claro su parecer sobre si hay o no *incorporación* en la constitución de los valores anotados en cuenta).

Contra ALONSO ESPINOSA (en "Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones", en *RDBB*, 1992, n° 45, págs. 50 y 51), a pesar de entender que los valores anotados constituyen una categoría distinta de los títulos-valores, mantiene que en aquéllos *continúa produciéndose incorporación* , concebida por este Autor como una

Dicho de otro modo: en su vertiente objetiva el título-valor no es sino un documento al que se vincula un derecho y, desde esta perspectiva, podríamos definirlo como el *referente* de una titularidad real que legitima para el ejercicio y la transmisión de un derecho de naturaleza obligacional. Cuando desaparece ese *término de referencia* que es el documento, desaparece también el título-valor. Por eso no es una ayuda para entender la naturaleza de los valores anotados considerarlos una forma evolucionada de los títulos-valores.

Encontramos en la doctrina distintos modos de entender este hecho.

Con anterioridad a la publicación de la LMV se había postulado que -puesto que en los valores anotados no hay incorporación y dado que no constituyen ni siquiera una especie *sui generis* dentro de la categoría de los títulos-valores- el régimen aplicable a los valores anotados debe ser el del *Derecho de obligaciones*²⁷. Esta concepción, sin embargo, fue superada -si bien no puede dejarse de destacar que con ella fue encarado el camino de la recta interpretación de la naturaleza de los valores anotados-.

documentación electrónica de los valores (*op. cit., passim*); de la misma opinión, *vid.* STALLONE, F., "La forma dell'atto giuridico elettronico", en *Contrato e impresa*, 1990, n° 2, págs. 756 y ss.

26 En este sentido se manifiesta OLIVENCIA (en "La incorporación del derecho al título y su desincorporación. [Análisis histórico dogmático]", en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pág. 29), quien mantiene que no se puede decir "que nos hallamos ante una nueva modalidad de título valor". Observa con gran claridad que "al romper el derecho su conexión con el título carece ya de sentido una disciplina basada fundamentalmente en los principios de los derechos reales". Pero este Autor quizá lleva al extremo las consecuencias de la lógica seguida en su discurso cuando afirma: "El retorno a la teoría del título-valor, lejos de ser un apoyo dogmático para facilitar la introducción y la asimilación del nuevo sistema, será siempre una *rémora* contra la lógica evolutiva del Derecho".

Por su parte, FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores", en *RCDI*, 1989, n° 593, pág. 1217) destaca la ruptura de la identificación entre los "valores", como categoría general, y los "títulos-valores", que han de ser considerados como una más entre las posibles formas de representación de aquéllos. Concretamente, señala que "la incorporación de derechos a títulos (*Verkörperung*) -la esencia de la técnica de los títulos-valores- es una manera, que no la única, de «instrumentalizar» los valores negociables" y que la desmaterialización supone "suprimir el título-valor, sustituyendo su representación por una simple anotación contable".

27 "Creo" -afirma OLIVENCIA- "que es necesario volver al derecho de obligaciones, a un régimen de transmisión y de ejercicio de los derechos que ya no se apoya en la entrega y en la presentación física de cosas muebles" -el subrayado es nuestro- (cfr. "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 29). Y, en otro lugar, añade que "al suprimirse el título, la carta, es evidente que no nos hallamos ya ante una «cosa» objeto de derechos reales y de ciertos

La posterior publicación de la LMV siguió una inspiración distinta -*vid.* arts. 9 y 10 LMV y, entre otros, sus correlativos 12 y 13 RD 116/1992, en los que se acoge, a través de la doctrina de los títulos-valores, principios del ámbito de los derechos reales, como la reivindicación, la adquisición *a non domino*, o la adquisición de la titularidad de los valores anotados siguiendo los cauces de la teoría del título y el modo del art. 609 C.C.-.

contratos, como, por ej., el depósito. Las normas de circulación de las cosas muebles, de la transmisión del dominio, de las adquisiciones *a non domino*, de la reivindicación, de la prenda de cosas... no serán aplicables a los créditos que consten en anotaciones en cuenta" (*op. cit.*, pág. 27).

En un primer pronunciamiento sobre el tema, MADRID PARRA llega a afirmar que el sistema de anotaciones en cuenta de la LMV "desde el punto de vista jurídico se encuadra en el Derecho de obligaciones" (cfr. "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", en *RDBB*, 1990, nº 37, pág. 84); más tarde (en "La transmisión de valores", en *DN*, Tomo 1990-1991, pág. 92 y en "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 205, que más abajo comentamos y enmarcamos en lo que entendemos es su posición doctrinal definitiva) matiza y desarrolla esta opinión.

PARICIO SERRANO (en "La evolución del título-valor...", *cit.*, págs. 683 y ss.) mantiene una opinión semejante a la de OLIVENCIA, pero, como hemos comentado, adopta una postura más abierta, admitiendo la posibilidad de que el régimen de los valores anotados se extienda más allá de las normas del Derecho de obligaciones, para dar cabida a principios del régimen de los títulos-valores.

En la doctrina alemana encontramos una opinión semejante, que concibe los *Wertrechte* como una categoría *sui generis*, con un régimen jurídico propio, que nada tiene que ver con los principios jurídico-reales inspiradores de la disciplina de los *Wertpapier* (*vid.* ZÖLLNER, W., "Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren", en *Funktionswandel der Privatrechtseinrichtungen, Festschrift für Ludwig Raiser*, Tübingen, 1974, pág. 284; DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektenverkehr. Zum redlichen Erwerb stückeloser Effekten*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1989, pág. 114). Contra ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 108), quien, haciendo referencia a la opinión de OPITZ, afirma que los derechos-valores se encuentran "sometidos a un régimen sustancialmente coincidente" con el de los títulos-valores; *vid.* también, en este sentido, VARA DE PAZ, N., *Pérdida, sustracción y destrucción de los títulos-valores*, Madrid, 1986, págs. 31 y ss..

1.2.2.2. La naturaleza de los valores anotados se identifica con la de los *Wertrechte* o *Bucheffekten*.

Conforme a otro modo de pensar -que juzgamos más acertado- los valores anotados se configuran como una institución con su *propia naturaleza* -distinta de la de las cosas muebles y distinta también de la de los simples derechos de crédito y otros derechos incorporeales no representados en anotaciones- y con un *régimen propio*²⁸ -que no se corresponde con las normas del Derecho de obligaciones-, en el que tienen cabida algunos elementos del Derecho de cosas²⁹. En nuestro caso los fundamentos de ese régimen se encuentran en los arts. 5 a 12 LMV.

28 Con frase gráfica, DÍAZ MORENO observa que los valores anotados en cuenta "van a vivir (...) una vida propia, diseñada específicamente para ellos por los artículos 5 a 12 de la LMV" (cfr. "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 375).

En este mismo sentido, *vid.* VELASCO SAN PEDRO, L. A., "La documentación de la posición de socio", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), Madrid, 1991, págs. 335 y ss..

29 CANARIS niega que los *Wertrechte* tengan naturaleza real -contraponiéndose, en este sentido, a la opinión de OPITZ y a la calificación de los *Wertrechte* como *Sachenrechte* o "*quasidingliche Rechte*", pero admite, sin embargo, que les son aplicables algunas normas del Derecho de cosas (*vid.*, *Bankvertragsrecht*, en *Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, Tomo III, Volumen 3, 3ª ed., Berlin-New York, 1981, nº de margen 2043 y 2046 y ss.).

DÍAZ MORENO entiende que los valores anotados se identifican con la figura de los derechos-valores y que, en cuanto tales, se sustraen "a la aplicación de las normas sobre cesión de créditos", siéndoles aplicable "una disciplina especial, dirigida primordialmente a garantizar la seguridad del tráfico e inspirada de modo muy claro en las soluciones y técnicas propias de la experiencia de los títulos-valores" -los subrayados son nuestros- (cfr. "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 357-358; *vid.* también *op. cit.*, pág. 375, donde se insiste en la idea de que los valores anotados tienen un "régimen especial").

Vid. también, en este sentido, RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad", en *RDBB*, 1993, nº 50, pág. 366.

Podemos situar también en este sector de la doctrina a MADRID PARRA, quien mantiene que "no hay una vuelta simple y pura al Derecho de obligaciones (...) el nuevo sistema quiere ser un avance, y no un retroceso, a los inconvenientes de la cesión ordinaria de créditos y demás derechos incorporeales que los títulos-valores vinieron a superar" (cfr. "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 205); en otro lugar, con más detalle, advierte este Autor que a los valores anotados se les "aplica un esquema similar al supuesto del título valor, aunque sobre la base de instituciones y régimen jurídico diferentes"; defiende que "en el sistema de anotaciones en cuenta no hay incorporación" y detalla que el "régimen jurídico aplicable no será ya el de las cosas muebles, sino el específico establecido en la LMV, que se basa, por una parte, en los principios registrales (...) y, por otra parte, en el mantenimiento de la ficción jurídica: la institución básica del sistema de anotaciones en cuenta, es decir la inscripción, equivale a la tradición en el régimen de los títulos valores" -los subrayados son nuestros- (cfr. "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 92).

En cuanto a la distinción entre los títulos-valores y los valores anotados, basta un **análisis de la estructura** de las dos figuras para convencerse de que la naturaleza jurídica de una y otra han de ser distintas³⁰: la estructura de los títulos-valores gira en torno al hecho de la *posesión -v.gr., la necesidad de la traditio para transmitir la propiedad, o que la posesión del documento sea condición indispensable para el ejercicio de los derechos incorporados al título-*, lo cual se desprende de la naturaleza corporal o real del título-valor - el título-valor es una *cosa mueble-*; sin embargo, el elemento central de la estructura de los valores anotados es la *inscripción del valor en un registro contable*³¹ y, frente a la condición de cosa mueble, que es propia de los títulos-valores, los valores anotados tienen naturaleza de *bienes inmateriales*³².

Analizando la transferencia contable de valores anotados y comentando la equiparación de ésta con la tradición de los títulos, SANTOS MARTÍNEZ aprovecha para destacar que "la referencia que aquí se hace a los títulos, lejos de ser un argumento para considerar a los valores anotados como «títulos» -lo que no dejaría de ser una ficción-, supone, pues, el reconocimiento de que entre unos y otros -títulos-valores y valores sin título- hay una *inesquívoca distinción*, aunque se den afinidades funcionales" -los subrayados son nuestros- (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 42 y "Acciones y obligaciones representadas..." , *cit.*, pág. 447).

30 Vid. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad..." , *cit.* pág. 387; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta" , *cit.*, págs. 377-378.

MADRID PARRA también comenta las diferencias existentes entre los títulos-valores y los valores anotados, pero -desde una posición que no compartimos- fundamenta su argumentación en la diversidad del soporte del que se sirven una y otra figuras para su representación -el documento de papel, en el caso del título-valor, y un simple impulso o soporte informático, en el caso de los valores anotados- (cfr. "La transmisión de valores" , *cit.*, pág. 92).

31 En primer lugar, el nacimiento o constitución del valor se fundamenta en su inscripción en el registro -art. 8.1 LMV-; por otro lado, la transmisión de los valores se efectúa mediante transferencia contable -art. 9.1 LMV-; esta transmisión se fundamenta en que el transmitente tenga los valores previamente inscritos a su favor -art. 11.3 LMV-; la transmisión es oponible frente a terceros desde la misma fecha de la inscripción -art. 9.2 LMV-; se protege al adquirente *a non domino* y esa protección se apoya en situaciones registrales -art. 9.3 LMV-; la presunción de titularidad legítima es un hecho que también se deduce del contenido inscrito en el registro -art. 11.1 LMV-.

32 FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»..." , *cit.*, pág. 1216, nota 3) insiste en la idea de que en los títulos-valores la cosificación existe sólo en la medida en que exista también una *incorporación del derecho al título*, "pero" -añade- "esto no convierte al derecho en *res mobilis*". Es decir, que cuando el valor es separado del documento pierde la naturaleza de cosa mueble y recupera la naturaleza que le es propia. Expresamente señala FERNÁNDEZ DEL POZO que "los valores: las acciones, las obligaciones... *no son cosas*". Concluye este Autor considerando como "más correcta la concepción conforme al II Congreso Internacional de Derecho Registral de los valores como susceptibles de un registro de **bienes inmateriales**". Y, termina, "*los derechos-valores no pueden ser cosas*, ni siquiera por analogía (art. 336 del Código Civil)" (*op. cit.*, pág. 1216, nota 3).

Desde esta perspectiva los valores representados por medio de anotaciones en cuenta -por contraposición al concepto de título-valor- pueden ser conceptualizados como *derechos-valores* -*Wertrechte*, en la doctrina alemana³³. Pero lo cierto es que el término *derechos-valores*, cuando se maneja dentro del ámbito del Derecho español, no es muy afortunado: no tiene tradición en nuestra doctrina y resulta muy poco definitorio³⁴.

Por el contrario, el concepto *Wertrecht* ha sido muy trabajado por los Autores del ámbito alemán, donde encontramos no tan sólo diversas definiciones doctrinales de esta figura jurídica³⁵, sino también subespecies dentro de la categoría genérica de los *Wertrechte*

Vid. también SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", en VERDERA Y TUELLS, E. (dir.) *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, pág. 95.

33 Pues los *Wertrechte* se conciben como "efectos que no han sido incorporados a un documento" (cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1988, pág. 23).

ROJO (en "El sistema español de anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 108) observa, con relación al régimen establecido en el RD 505/1987, que, desde que es sustituida la incorporación documental, "a los títulos-valores se añade así la categoría de los *derechos-valores*".

Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 375, donde afirma que la Ley del Mercado de Valores "abre la puerta de nuestro Derecho a lo que la doctrina alemana ha dado en llamar «derechos-valores» (*Wertrechte*)"; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 16-17, si bien en estas páginas el Autor está prestando su atención al régimen del RD 505/1987.

34 Por su parte, BERCOVITZ (en "El Derecho del Mercado de capitales...", *cit.*, pág. 86) afirma que "la expresión «derecho-valor», además de ser novedosa en nuestro Derecho, parece poco clarificadora, por cuanto parece que, en principio, todo derecho tiene un valor" (un análisis de la etimología del término alemán, en CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, *cit.*, n.º de margen 2044).

Pero, admitiendo en gran medida lo mantenido por BERCOVITZ, entendemos que, si bien es cierto que todo derecho encierra en sí un valor, también es verdad que no todo valor está expresado en forma de derecho, por lo que -aunque parezca redundante- no le falta razón de ser a la expresión *derecho-valor*. Pero sí, además, al término *valor* no le atribuimos un sentido genérico, sino el sentido específico que corresponde al contexto en que nos movemos, tiene mayor sentido hablar de *derechos-valores*, para diferenciar éstos de los *títulos-valores* y para expresar que se trata de *derechos* subjetivos que ya no se incorporan a un *título*.

35 El concepto originario fue elaborado por OPITZ con ocasión de la aparición del decreto de 5 de enero de 1940, entendiéndolo que *Wertrecht* es un *derecho de crédito* o un *derecho de participación no incorporado y administrado colectivamente* (*vid.* "Die Drittverpfändung", en *Fünfundzwanzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954, pág. 329, pero publicado anteriormente en *BankA*, 1940, págs. 298 y ss.; del mismo Autor, *Depotgesetz*, 1ª ed., Berlin, 1937, pág. 446).

-así, se distingue entre *derechos-valores singulares* (*Einzelwertrechte*) y *derechos-valores administrados colectivamente* (*sammelverwaltete Wertrechte*)³⁶.

Dentro de la doctrina alemana encontramos también el término *Bucheffekten*³⁷, traslación al ámbito de los valores mobiliarios del término *Buchgeld* -dinero bancario (o en cuentas)-. El término *Bucheffekten* hace referencia al mismo concepto que los *Wertrechte*³⁸ y, aunque ha gozado de una menor acogida que el término *Wertrechte*, en nuestra opinión, la idea sugerida por la expresión *Bucheffekten* responde -desde el punto de vista semántico- más acertadamente a la realidad de los valores anotados tal como los contempla nuestro ordenamiento³⁹. En efecto, en el régimen de los valores anotados en cuenta existen aspectos de *carácter registral* y de *carácter contable* que son evidenciados por el término *Bucheffekten*.

Frente a la propuesta de OPITZ se encuentra, fundamentalmente, la definición elaborada por CANARIS -conforme a la cual los *Wertrechte*, son *derechos no incorporados que cumplen la misma función que los títulos-valores*- (vid. *Bankvertragsrecht*, cit., n° de margen 2044 y 1815 y ss., especialmente 1818). Esta definición ha encontrado gran acogida en la doctrina alemana, hasta el extremo de que el propio OPITZ ha recurrido también a ella (vid. "Wertrechte und Wertpapiere", en *Fünzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954, pág. 426, donde comienza este Autor parafraseando la referida definición de CANARIS).

Vid. también HEINSIUS, T./ HORN, A./ THAN, J., *Depotgesetz. Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, Berlin-New York, 1975, § 42, n° de margen 29; KOLLER, I., "Wertpapierrecht (Empfiehlt sich eine Neuordnung und Ergänzung des Wertpapierrechts im BGB?)", en *Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts*, Tomo 2, Köln, 1981, págs. 1431 y ss., pág. 1494; STÜDEMANN, K., *Der Effektenbestand in West-Deutschland als materielle Grundlage der allgemeinen Einführung von Bucheffekten*, Berlin, 1966, pág. 58; KÜMPEL, S., "Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten", en *WM*, 1984, pág. 580.

36 Vid. OPITZ, G., *Depotgesetz...*, cit., pág. 446 y "Die gesetzliche Bestätigung der Wertrechtslehre", en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., pág. 462; OPFERMANN, N., "Die Treuhand in der Wertpapierbereinigung und im Ablöserverfahren nach dem AKG", en *WM*, 1961, pág. 964.

37 Vid. STÜDEMANN, K., *Der Effektenbestand...*, cit., págs. 13 y 58 y ss..

Otros Autores que recurren al uso del término *bucheffekten*: PETERS, K., "Bucheffekten -eine Alternative zum Wertpapier?", en *WM*, 1976, pág. 890; KÜMPEL, S., "Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten", cit., págs. 577 y ss. y 613 y ss..

38 Cfr. SCHIMANSKY, H./ BUNTE, H.-J./ LWOWSKI, H.-J., *Bankrechts-Handbuch*, Tomo II, München, 1997, pág. 1526.

39 Prestando atención a las distintas acepciones del verbo *buchen* o del sustantivo *Buch*, la expresión *Bucheffekten* podría traducirse como *valores registrados*, *valores contabilizados* o *valores anotados contablemente*, resultando, por lo tanto, en clara coincidencia con la designación adoptada por nuestra LMV, *valores anotados en cuenta*.

Además la vinculación con el ámbito del dinero contable resulta positiva, pues, en gran medida, el tratamiento que reciben los valores anotados es muy similar al del dinero contable⁴⁰. Ahora bien, de todos estos aspectos, nos parece que los registrales son los más relevantes, puesto que la constitución de los valores y la determinación de la titularidad sobre ellos se alcanza por la vía de los principios registrales; los elementos contables son también de gran importancia, pero se restringen más bien al ámbito de la operativa con los valores. Por este motivo entendemos que, acogiendo esta elaboración de la doctrina alemana y dado el desarrollo que ha alcanzado en el Derecho español el régimen de los valores anotados en cuenta, el término más correcto para su designación hubiese sido **valores registrados**.

Pero, como sabemos, la LMV -y su normativa de desarrollo- han seguido una terminología distinta. Por eso, sin dejar de afirmar que los valores a los que nos referimos se encuentran relacionados con la categoría que la doctrina alemana identifica como *Wertrechte* o *Bucheffekten*⁴¹, podemos acudir a la expresión *valores anotados*⁴² para denominar esta institución⁴³.

40 Las titularidades sobre los valores se concretan en titularidades sobre *saldo*s de valores; del mismo modo, la transmisión de la titularidad sobre los valores tiene lugar por medio de *transferencia contable* -art. 9 LMV-; en otro orden de cosas, la información que envían a sus clientes la Entidades encargadas de la llevanza de los registros de valores es muy similar a la facilitada por las entidades de crédito a sus titulares de cuentas.

Sobre los aspectos contables de la naturaleza de los valores anotados, *vid. infra* Epígrafe 3.

41 Realidad jurídica *distinta* de los títulos-valores, con una naturaleza jurídica distinta y con un régimen jurídico distinto, contemplados por la *teoría de los derechos-valores* -la *Wertrechtslehre*- (*vid.* CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, *cit.*, nº de margen 2050).

42 O, si se quiere, *valores anotados en cuenta*, pero entendemos que el contexto y la ausencia de otros términos semejantes -que hiciesen necesario establecer diferenciación alguna- permiten hablar con precisión cuando se emplea la expresión *valor anotado*.

Merecen ser destacadas en este lugar otras propuestas terminológicas como "*valores contabilizados*" (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 95), "*valores informatizados*" (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, *passim*), "*asiento-valor*" (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 76 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 496), "*título bancarizado*" (cfr. EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración...", *cit.*, pág. 87) y también "*valores sin título*" (expresión empleada por GARRIGUES, en *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974, pág. 30, que evidencia la claridad de la concepción que este Autor tenía de la cuestión, ya en tan temprana fecha).

43 En efecto, es más acertada la expresión *valores anotados* que su alternativa *derechos-valores*. Puede predicarse del término "valores anotados" la misma virtud que reside en el ya consagrado "título-valor" y es que en ambos se hace *mención explícita tanto del elemento*

objetivo de la institución, como del elemento formal. En las dos figuras el elemento objetivo es el *valor*. En los títulos-valores el elemento formal -la forma de representación del valor- es un *documento* y a él se hace referencia con la palabra "título"; en los valores anotados la forma de representación es la *anotación en cuenta* y de ello se deja constancia al adjetivar estos valores como "anotados".

1.2.2.3. La naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta.

En los valores anotados -con relación a los títulos-valores- cambia el eje o centro de apoyo de la construcción dogmática. Este ya no es el documento, sino el *registro*⁴⁴.

La titularidad sobre el valor ya no viene determinada por la posesión del documento en concepto de dueño, sino que ahora es el *titular inscrito en el registro contable* el que se presume titular legítimo⁴⁵.

Por eso, aunque el derecho comprendido por el valor anotado pueda ser un derecho de crédito, en virtud de la inscripción del valor en el registro contable, el titular del valor podrá hacer valer su derecho *erga omnes*, por lo que podemos afirmar que *la titularidad sobre los valores anotados, en cuanto titularidad registral, es una titularidad real*⁴⁶. El titular del valor podrá hacer efectiva su legitimación frente a terceros⁴⁷ en todos los ámbitos, no sólo en el ejercicio de los derechos comprendidos por el valor⁴⁸, sino también en cuanto se refiere al poder de disposición sobre los valores⁴⁹: es decir, el titular de los valores ha de considerarse *dominus* de los mismos y, en cuanto tal, podrá transmitir su titularidad real plena o constituir derechos reales limitados sobre los valores⁵⁰.

44 Vid. VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, Tomo I, Volumen 1º (Comerciantes-Sociedades-Derecho Industrial), 3ª ed., Barcelona, 1991, pág. 461, donde, sin embargo, a nuestro juicio, se pone un excesivo acento en los aspectos informáticos -acudiendo a expresiones como "representación informática" o al afirmar que en los valores anotados "el «bite» sustituye al papel"-; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 77.

45 Arts. 11.1 LMV y 15.1 RD 116/1992.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 51.

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

En cuanto al sometimiento de los *Wertrechte* a las normas del Derecho de cosas, *vid.* CANARIS, C.-W., *Bankvertragsrecht*, *cit.*, nº de margen 2048.

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

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

Sobre la *publicidad formal y material* de los registros contables de valores, *vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 86 y ss.

49 "Configurada la titularidad según el registro, forzoso será reconocerla como titularidad real a los efectos de la transmisión de los valores" (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 52).

50 Arts. 9 y 10 LMV y 12 y 13 RD 116/1992.

Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 213 y ss. en las que se trata el tema de la "Transmisión de los valores anotados en cuenta"-y págs. 267 y ss. donde se analiza la "Constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados en cuenta".

1.2.2.4. La identidad de la *función económica* ejercida por los títulos-valores y por los valores anotados en cuenta.

La función económica desempeñada por los títulos-valores⁵¹ y por los valores anotados es la misma -o, mejor dicho, muy semejante-⁵². Nada tiene esto de sorprendente, pues los valores anotados en cuenta fueron creados por el legislador precisamente para eso: para cumplir la misma función económica que los títulos-valores, pero por medio de una instrumentación jurídica técnicamente más perfecta⁵³. La función o servicio que prestan ambos instrumentos es *constituirse en vehículo que permita la circulación ágil y segura de derechos*⁵⁴- fundamentalmente de derechos de crédito-; a esto se puede añadir, que, de modo indirecto, también constituyen un incentivo para la inversión y un medio para facilitar la desinversión⁵⁵.

Tampoco habrá de sorprendernos que, en consecuencia, haya algunos elementos integrantes del régimen jurídico de los valores anotados que provengan del régimen de los títulos-valores.

Pero, insistimos, de ningún modo estas dos similitudes -la similitud en la función económica y la similitud en el régimen- significan que la naturaleza jurídica de los valores anotados haya de ser la de los títulos-valores⁵⁶.

51 Pensamos, especialmente, en los *títulos de inversión* o *títulos del mercado de capitales* (vid. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 26 y §§ 24 y ss., págs. 276 y ss.; GÜRSKY, K.-H., *Wertpapierrecht*, 2ª ed., Heidelberg, 1997, págs. 13-14).

52 DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 375) observa que la finalidad esencial seguida por los valores anotados en cuenta es hacer posible que la circulación y ejercicio de los valores sea un hecho "seguro y fiable; tan seguro y tan fiable como la circulación y ejercicio de los derechos incorporados a títulos-valores".

Cfr. también, con más indicaciones, RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit. pág. 387.

Vid. ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, cit., págs. 2-3; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., págs. 10 y ss. y 18 y ss.; ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995, págs. 33-34.

53 SANTOS MARTÍNEZ comenta "las afinidades funcionales" existentes entre títulos y valores anotados en cuenta; destaca la diferencia en los medios usados por cada uno de estos instrumentos -el *registro*, en un caso, y el *documento de papel*, en el otro- y aclara que la semejanza en la función "no quiere decir que uno y otro hayan de tener la misma estructura y naturaleza, ni de hecho ni de derecho. Una cosa es la *función* y otra el *instrumento* o la *estructura* puestos al servicio de la función" (cfr. "Valores informatizados", cit., pág. 76).

54 Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 375; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 166.

Cfr. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., "La desincorporación de los títulos-valor. (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)", en VV. AA., *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995, pág. 91, donde, sin hacer referencia -explícita-, a la identidad en la función económica de títulos y valores anotados, se comenta cómo "desde el punto de vista jurídico-valorativo (...), los derechos que se desincorporan, aun perdiendo su condición de cosas muebles, conservan su vocación circulatoria" -el subrayado es nuestro-.

Sobre la función económica desempeñada por los títulos-valores, *vid.* GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J., *Tratado...*, *cit.*, págs. 11 y ss..

55 *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 95.

56 *Contra* PÉREZ ESCOLAR, quien entiende que la similitud existente en la función de títulos-valores y valores anotados se extiende también a una identidad en la *esencia*. Como ya hemos visto, este Autor concibe los valores anotados como una adaptación de los títulos "a las nuevas realidades del tráfico (...), *mas sin perder por ello su utilidad y, sobre todo, su esencia*" -el subrayado es nuestro- (cfr. "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1014).

En el mismo sentido, cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 304-305.

2. LA CONFLUENCIA DE LOS PRINCIPIOS PROPIOS DE LOS DERECHOS REALES Y LOS PRINCIPIOS DEL DERECHO REGISTRAL.

Los valores anotados en cuenta tienen un régimen jurídico propio. En la composición de este régimen se reconocen dos claras fuentes de inspiración: el sistema de los títulos-valores y el sistema inmobiliario registral⁵⁷. Hemos de añadir que también subyacen en el régimen de los valores anotados las normas que rigen la circulación de las cosas muebles -pues, en último término, éstas fueron las que dieron fundamento a la doctrina de los títulos-valores-⁵⁸. Además, podemos situar como telón de fondo las normas de los derechos de obligaciones, que están en la mente de los contratantes -y del legislador- cuando se establece una relación que da lugar a la constitución de un derecho anotado en cuenta.

Todas estas son las vertientes que confluyen en la integración del régimen de los valores anotados, siendo así que en estas líneas no queremos entender por régimen jurídico tan sólo las normas expresamente promulgadas para la regulación de las anotaciones en cuenta -que, si fuesen las únicas componentes de dicho régimen, habrían de preocuparnos por su escasez⁵⁹ -, sino también, y con carácter supletorio, todas aquéllas que, resultando acordes con la naturaleza de estos derechos, puedan aplicarse de forma analógica⁶⁰.

57 Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1222 y DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 377.

58 Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 377.

59 ANGULO RODRÍGUEZ (en "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 3 y "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.* pág. 269) habla de "los escasos preceptos" que configuran este régimen y que se concretan en "las normas generales contenidas en la LMV y en el TRLSA, (...) las reglamentarias específicamente dictadas para la Deuda Pública o las más genéricas que ahora establece el RD 116/1992".

60 Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores en anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 3, donde observa que el régimen de los valores anotados ha de ser completado e interpretado "acudiendo con carácter supletorio al resto del ordenamiento jurídico" y, remitiéndose a la opinión de DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 377-379), observa que esta integración por analogía se apoya en dos pilares básicos: las normas y principios del régimen de los títulos-valores y las normas y principios del sistema registral.

Este *régimen jurídico especial* es lógica consecuencia de la *naturaleza jurídica propia* de que se encuentran revestidos los valores anotados en cuenta. Y, del mismo modo que la naturaleza jurídica de estos derechos ocupa una posición limítrofe con la de los títulos-valores -e, incluso, podríamos admitir que, en algunos aspectos, convergente o de solapamiento-, su régimen resulta ser también coincidente, en algunas cuestiones, con el de los títulos.

Al entrar en el análisis del régimen de los valores anotados en cuenta procuraremos no tan sólo hacer una labor descriptiva de ese régimen, sino también delimitadora respecto de las otras figuras y regímenes relacionados con las anotaciones en cuenta.

2.1. LA DISTINCIÓN, DENTRO DEL RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA, DE LOS ELEMENTOS INSPIRADOS EN EL SISTEMA REGISTRAL Y LOS INSPIRADOS EN EL SISTEMA DE TÍTULOS.

El primer elemento en el que se reconoce la presencia de las normas del Derecho registral es en el mismo acto de *constitución* de los valores anotados⁶¹, que, señala el art. 8 LMV, tendrá lugar "en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable"⁶². El art. 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, incide en esta misma idea, señalando, además, que el acto constitutivo de la inscripción es el momento a partir del cual los valores quedan sometidos al régimen jurídico específico de los valores anotados en cuenta, trazado, fundamentalmente, en los artículos 5 a 12 de la LMV -a los que debemos añadir, de modo especial, el 54 de la misma Ley- y en el mismo RD 116/1992, que los desarrolla⁶³.

La presencia de las normas de Derecho registral vuelve a hacerse evidente en todo lo relativo a la eficacia y procedimiento o desarrollo de los *negocios jurídicos* sobre valores anotados, especialmente en la *transmisión y constitución de derechos reales y gravámenes*⁶⁴. Dado que la constitución del derecho anotado en cuenta es un acto de naturaleza registral, cualquier alteración en la titularidad sobre ese derecho, ya sea por transmisión plena, ya sea tan sólo una modificación limitada de dicha titularidad, tendrá, en consecuencia, la misma naturaleza registral. El nacimiento del

61 Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, 2ª ed., Barcelona, 1984, págs. 107 y ss..

62 Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1220, donde este Autor, destacando las relaciones con el sistema inmobiliario registral, señala que el acto de constitución de los valores anotados se corresponde con la *inmatriculación*.

63 Se lee en el art. 11 RD 116/1992 "a partir de dicha inscripción, los valores inscritos quedarán sometidos a las normas previstas en el Capítulo II del Título I de la Ley del Mercado de Valores y en este Real Decreto".

64 Cfr. GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles", en *DN*, 1992, n° 17, pág. 63.

Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, págs. 115 y ss..

derecho anotado y la asunción de la titularidad sobre éste tienen lugar por medio de la inscripción en el registro, por tanto, la transmisión del derecho hace exigible que se proceda a la inscripción del nombre del adquirente en el registro como nuevo titular de éste⁶⁵ -art. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992-⁶⁶.

La coherencia exigida por el sometimiento a una sistemática hace que se continúen sucediendo las incursiones en el campo del Derecho registral -o, por decirlo de otro modo, vuelven a entrar elementos del Derecho registral dentro del régimen de los derechos anotados en cuenta-⁶⁷. Así, al plantearse la posibilidad de la adquisición *a non domino* e irreivindicabilidad de los valores adquiridos por este título, el artículo 9.3 LMV resuelve acudiendo al principio registral clásico de buena fe del tercero adquirente a título oneroso⁶⁸. Igualmente, la norma contenida en el artículo 9.4. LMV es una concreción de otro principio registral; esta vez es el principio de inoponibilidad de lo no inscrito, pues lo que dispone el citado artículo es que "la entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones *que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura prevista en el artículo 6*" de la propia LMV - en el artículo concordante del RD 116/1992, el 12.4, vuelve a repetirse de modo literal el mismo texto que en el artículo 9.4 LMV-⁶⁹.

65 Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 378.

66 La dinámica de este proceso queda explicada por el art. 9.1 LMV cuando señala que "la transmisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por *transferencia contable*". Y la fundamentación de este proceso transmisorio viene señalada en este mismo artículo al disponer que "la *inscripción* de la transmisión a favor del adquirente producirá *los mismos efectos que la tradición de los títulos*".
El art. 12.1 RD 116/1992 reproduce literalmente el texto del art. 9.1 LMV.

67 Cfr. GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág. 63.

68 *Vid.* también art. 12.3 RD 116/1992, en el que se dispone, además, que "quedan a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud haya quedado privado de los valores". DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 378), al comentar cómo ya no son situaciones posesorias, sino registrales, las que fundamentan la adquisición *a non domino*, sugiere confrontar el art. 9.3 LMV con el art. 545 C. de C. o con el 19 LCC.

69 Continúa el art. 9.4 LMV -y el 12.4 RD 116/1992- señalando que serán también oponibles las excepciones que se hubiesen podido esgrimir "en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos", pero esto forma parte de la otra fuente de inspiración del régimen jurídico de los valores anotados en cuenta y que intentaremos destacar más abajo.

La inclusión de modo expreso de los principios registrales que acabamos de citar motiva que, con igual reconocimiento, hayamos de considerar comprendidos en el régimen de los valores anotados otros principios registrales complementarios de los anteriores. Así podemos afirmar también la inclusión -tácita, antes de que se promulgara el RD 116/1992, o expresa, después de éste- de los principios de *legitimación registral*⁷⁰, de *prioridad*⁷¹, de *tracto sucesivo*⁷² y de *amparo judicial* de los asientos registrales⁷³ -sin los cuáles no cabe comprender el desenvolvimiento ordenado de las relaciones juridico-registrales contempladas en los antecitados artículos 9 de la LMV y 12 del RD 116/1992-.

En los párrafos anteriores hemos pretendido evidenciar la presencia de elementos del sistema registral como una parte integrante del régimen específico de los valores anotados en cuenta. Destacar la componente de elementos propios del sistema de los títulos-valores dentro del régimen de los valores anotados es una cuestión mucho más fácil.

70 Art. 15 RD 116/1992.

Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, págs. 52-53.

71 Art. 16.1 y 2 RD 116/1992.

Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pág. 55.

72 Art. 11.3 LMV y art. 16.1 y 3 RD 116/1992.

Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pág. 56.

73 *Vid.* GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág.63; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 377-378 y MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración", en AC, 1992, nº 10, pág. 115, quien observa que, además, sería conveniente la aplicación con carácter subsidiario de las normas sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de la posesión de la Ley del 16 de diciembre de 1954; FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1222) también juzga conveniente "la aplicación supletoria o análogica de la Ley Hipotecaria".

Es más, para aquellos Autores que consideran las anotaciones en cuenta como una forma evolucionada del título-valor, el régimen jurídico aplicable a los valores anotados sigue siendo el mismo que el de los títulos⁷⁴. No es ésta, sin embargo, nuestra postura, pues, como ya hemos señalado, nos parece que lo más acertado es comprender la anotación en cuenta como una figura distinta del título-valor. Pero no tenemos intención de negar la clara inspiración de una figura en la otra y admitimos lo que no es sino una *lógica consecuencia* de tal inspiración: la adopción de elementos del régimen de los títulos-valores como parte integrante del régimen de los valores anotados⁷⁵.

Uno de los aspectos que más luz arroja sobre esta cuestión es la *identidad de las funciones* pretendidas por ambos instrumentos jurídicos, razón fundamental que justifica que las anotaciones en cuenta se hayan servido de normas propias del sistema cartular. Tanto en el caso de los títulos-valores, como en el de las anotaciones en cuenta, la función principal que se persigue es *facilitar la agilidad y la seguridad o certeza en la circulación y en el ejercicio de los derechos que representan*. Existe en la doctrina un consenso -alcanzado, quizá, por la evidencia- en lo referente a la coincidencia funcional de títulos y anotaciones -aunque, al margen de este consenso, los distintos Autores puedan tener opiniones contrapuestas en cuanto a la naturaleza de las anotaciones -⁷⁶.

74 Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 108-112, donde, al comentar el proyecto del RD 505/1987, de 3 de abril, afirma este Autor que el legislador debiera haber optado por la aplicación a las anotaciones en cuenta de un régimen jurídico igual o similar al de los títulos; lamenta y critica que la opción del legislador no haya sido ésta y elogia la redacción contenida sobre este punto en el último anteproyecto del RD, que decía lo siguiente:

"A las anotaciones en cuenta en que se representa la Deuda del Estado les será de aplicación, por su naturaleza, el régimen aplicable a los títulos-valores en cuanto no se oponga a lo establecido en este Real Decreto" -art. 2 del referido anteproyecto-

BERCOVITZ (en "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág.85) se pronuncia en sentido semejante, pues, al entender que las anotaciones en cuenta están comprendidas dentro de la noción de título-valor, afirma la conveniencia de adaptar a éstas las normas tradicionalmente aplicables a los títulos-valores.

75 Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 375, donde se defiende que estos derechos tienen un régimen diseñado específicamente para ellos y RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, págs. 365-366, quien dice no compartir las afirmaciones de quienes privan a las anotaciones en cuenta de un régimen propio y las hacen partícipes de otros, como el de los títulos nominativos, en general, o el de los valores mobiliarios nominativos, en concreto.

76 En efecto, todos los Autores que se pronuncian sobre esta cuestión afirman que títulos y anotaciones cumplen la misma *función económico-jurídica*: ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en "El sistema español de anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 89-90 y 108 y ss.) afirma que

Aparece una remisión explícita al régimen de los títulos-valores en los arts. 9 LMV y 12 RD 116/1992, al hablar de la *transmisión* de los valores anotados, y en los arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992, que regulan la constitución de *derechos reales limitados y otros gravámenes*. De ellos se deduce que, además, haya de acudirse con carácter supletorio a las normas y principios de los títulos-valores en lo relativo a estos aspectos funcionales.

Los arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992 disponen que la transmisión tendrá lugar por transferencia contable, pero, al explicar qué significado tendrá la inscripción de tal transferencia, señalan que "producirá los mismos efectos que la *tradición de los títulos*". De modo que el sistema de anotaciones, al remitirse a la tradición de los títulos, está apoyándose en la pieza clave que da sentido al sistema de los títulos-valores: la circulación del derecho por medio de la entrega de la cosa conforme a las exigencias de la teoría del título y el modo. Los títulos han alcanzado la seguridad en la circulación del derecho gracias a que, por su naturaleza material, son susceptibles de someterse a las normas de los derechos reales y huir de la inseguridad de las normas de los derechos de crédito. Ahora las anotaciones en cuenta pueden beneficiarse de la seguridad de las normas de los derechos reales no por razón de su propia

para determinar el régimen aplicable a las anotaciones -dentro del cual se encuentran incluidas normas propias de los derechos reales- se debe atender especialmente "a la *función*" que cumplen y no tanto a la "estructura de la incorporación" -que, en opinión de este Autor, se traduce en una *incorporación no documental*, que configura las anotaciones en cuenta como una forma evolucionada de los títulos-valores; BERCOVITZ (en "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 85) entiende que los valores anotados cumplen "la misma función básica que los títulos-valores" y que les corresponde la aplicación de las normas de los títulos-valores -es más, para este Autor los valores anotados son "títulos-valores informatizados" (*op. cit.*, pág. 90); ANGULO RODRÍGUEZ (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 269 y s. y "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 3) observa que la función que se persigue con la representación de derechos mediante anotaciones es "facilitar la agilidad y seguridad de su tráfico jurídico mercantil, en plena coincidencia con la función que tradicionalmente han desarrollado los títulos-valores" y en este hecho fundamenta que se haya de "acudir supletoriamente para completar e interpretar el régimen de las anotaciones en cuenta a las normas y principios que integren el régimen de los títulos-valores" -si bien hace sus afirmaciones desde una posición distinta a la de ROJO o BERCOVITZ, pues, ateniéndose a la literalidad del Preámbulo del RD 505/1987, concibe la anotación en cuenta como un instrumento cuyo fundamento "se halla más cercano al concepto de derechos-valores que al de títulos-valores"; DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 377) habla también de la "misión análoga" que "los títulos-valores y los valores anotados tratan de cumplir" y de ahí deduce la asunción de los principios fundamentales de la disciplina de los títulos-valor por parte del régimen de los derechos anotados -su opinión con relación a la naturaleza jurídica de las anotaciones podríamos decir que es coincidente con la de ANGULO; GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La sociedad anónima en sus principios configuradores", en GARRIDO DE PALMA, V. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991, pág. 58, también se pronuncian sobre la identidad funcional de títulos y anotaciones.

naturaleza, sino por remisión al régimen de los títulos-valores. En el sistema de títulos no causa repulsa a la lógica jurídica que el título de papel sea el objeto central de una relación de derecho real; sino que, más bien, lo que puede causar confusión es el excesivo valor que se atribuye a ese título, el equilibrio metafórico o ficción consensuada por la cual se admite que un derecho haya tomado cuerpo en un papel y se haya convertido en cosa. En el sistema de anotaciones no se hace violencia alguna en lo referente a la forma de representación del derecho -pues la representación registral de éstos, apoyada en el previo otorgamiento de una escritura pública⁷⁷, no requiere esfuerzo comprensivo alguno-; sin embargo, donde sí que se da un paso en el aire, difícil de aceptar a los ojos del jurista, es cuando se dispone la aplicabilidad de las normas de los títulos-valores -que son normas de los derechos reales- a una transmisión que ha tenido lugar mediante el cambio de titular de una inscripción registral. El sistema de anotaciones exige para su comprensión una concesión de la doctrina, del mismo modo que lo exigió en su día el sistema de los títulos-valores. Pero, en último término, halla la fundamentación de su existencia en una *imposición del legislador* -al igual que ocurriese con los títulos-⁷⁸ y no en una auténtica adecuación de su estructura interna al régimen jurídico que se le ha querido asignar. En el caso de los títulos-valores se había cubierto las formas: la incorporación del derecho al título era un recurso formal que suavizaba el sometimiento a las normas de los derechos reales. En el caso de las anotaciones en cuenta le ha bastado al legislador la necesidad de disponer de una nueva figura que siga *cumpliendo la función* que desempeñaban los títulos, para determinar que son aplicables a esa figura las normas que le eran necesarias a los títulos para cumplir aquélla función.

Si seguimos buscando remisiones al sistema de títulos-valores, en los arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992 encontramos que, al hablar de las excepciones que la entidad emisora de los valores puede oponer frente al adquirente de buena fe, se señalan no sólo las que se desprendan de la inscripción, sino que también serán oponibles las excepciones "que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos". Esta remisión es todavía más específica que la efectuada por los arts. 9.1

⁷⁷ Arts. 6.1 y 8.1 LMV.

⁷⁸ DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 376) afirma que el régimen de los valores anotados se explica "porque ha mediado una intervención legislativa" y añade que "la ley no tiene que someterse a los mismos prejuicios dogmáticos que los Autores y puede, en cada momento, diseñar la regulación aplicable a los valores".

LMV y 12.1 RD 116/1992 -en los que el sistema de títulos se utiliza como un mero término de referencia de lo que el legislador pretende conseguir con el nuevo sistema de anotaciones-. En este caso, los arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992 no tan sólo equiparan las anotaciones con los títulos, sino que remiten concretamente a las normas que disponen cuáles son las excepciones oponibles frente al adquirente de títulos cuando media buena fe⁷⁹.

Los arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992 contienen una nueva remisión a los títulos-valores. En estos artículos se dispone que la constitución de derechos reales limitados y otra clase de gravámenes sobre los valores anotados tendrá lugar por inscripción en la cuenta correspondiente y se señala que "la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título".

Podemos señalar una última referencia al régimen de los títulos-valores, recogida en los arts. 9.3 LMV y 12.3 RD 116/1992, que se ocupan de la irreivindicabilidad de los valores anotados en cuenta, evidenciando así la vocación sustitutiva de esta figura respecto de los títulos-valores -pues, de otro modo, no cabría explicarse la posibilidad de reivindicación -*rei vindicatio*, petición de la *cosa*- de los valores anotados.

79 Si bien habrá de ser tenido en cuenta para interpretar esta remisión que el sistema de títulos no goza de la configuración orgánica de que se encuentra revestido el sistema de anotaciones. Vid. sobre este tema EIZAGUIRRE, J. M., "Bases para una reelaboración...", *cit.*, pág. 8, donde señala que "es un hecho, tan conocido como de fácil comprobación, que la legislación española carece de una normativa general sobre los títulos-valores".

2.2. EL SISTEMA DE ANOTACIONES ES, FUNDAMENTALMENTE, UN SISTEMA REGISTRAL.

Las anotaciones en cuenta, como forma de representación de los valores negociables, han podido configurarse como un *sistema tabular* -o, con mayor precisión, podemos decir un *sistema registral*⁸⁰- alternativo al *sistema cartular* de los títulos-valores gracias a la presencia de elementos propios del sistema inmobiliario registral. Es decir, la componente de Derecho registral, que integra el régimen jurídico de los valores anotados, es la que ha permitido que éstos se constituyan como un sistema nuevo, distinto del de los títulos, un sistema *sustitutivo*, superador de los sistemas correctores.

Tanto desde el punto de vista cualitativo, como desde el punto de vista cuantitativo, la importancia de los elementos de Derecho registral en el sistema de anotaciones en cuenta es mucho mayor que la que corresponde a los elementos del régimen de los títulos-valores. El papel que juegan los elementos del sistema de títulos es, desde luego, crucial, pues vienen a recordar que las anotaciones en cuenta cumplen la misma función económica que desarrollan los títulos-valores; y no tan sólo lo recuerdan sino que, por aplicación analógica de las normas de aquel régimen, permiten que, efectivamente, las anotaciones en cuenta cumplan tal función. Pero si, después de este breve recorrido que hemos hecho por el régimen jurídico de los valores anotados en cuenta, queremos sacar una primera conclusión, ésta habrá de ser que el sistema de anotaciones en cuenta es, fundamentalmente, un sistema registral⁸¹. Inevitablemente hemos de concluir así al repasar el articulado de la LMV y del RD 116/1992 y observar que tanto aspectos esenciales del régimen de las anotaciones en cuenta, como otras cuestiones de segundo orden

⁸⁰ Así lo califica expresamente GUITARD MARÍN (en "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág.63), diciendo que las "reglas definidoras del régimen jurídico de las operaciones sobre valores anotados" son "consecuencia lógica de la configuración del sistema de anotaciones como un *sistema registral*". De modo implícito, pero con no menos claridad, afirma la misma idea DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág.378), quien, para diferenciar el sistema de anotaciones del sistema de títulos, señala que aquel tiene su fundamento en "la inscripción en registros contables", mientras que éste lo tiene en la posesión.

⁸¹ Concretamente, con relación a los valores que no cotizan en Bolsas oficiales, FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1216) afirma que "el sistema de anotación en cuenta por entidades gestoras especializadas, constituye un auténtico Registro de la propiedad mueble, cuyo funcionamiento revela sorprendente similitud con el Registro de la Propiedad".

integrantes de este régimen encuentran su apoyo en el Derecho registral: los valores se constituyen en virtud de su inscripción⁸²; los valores se transmiten por transferencia contable⁸³; las excepciones que se deduzcan de la inscripción en el registro son oponibles frente al adquirente de buena fe⁸⁴; la titularidad sobre los valores se deduce de lo inscrito en el registro⁸⁵; los registros de anotaciones en cuenta se rigen por los principios de prioridad y trato sucesivo⁸⁶; etc. Frente a esto no puede pasar de largo que son sólo tres las referencias al régimen de los títulos-valores que se contienen en el de anotaciones en cuenta: que la inscripción de la transmisión produce los mismos efectos que la tradición de los títulos⁸⁷; que las excepciones oponibles frente al adquirente de buena fe de títulos-valores son también aplicables en este sistema⁸⁸ y que la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título⁸⁹.

82 Arts. 8 LMV y 11 RD 116/1992.

83 Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

84 Arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992.

85 Art. 11.1 LMV.

86 Art. 16 RD 116/1992.

87 Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

88 Arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992.

89 Arts. 10.1 LMV y 13.1 RD 116/1992.

3. LA DIMENSIÓN CONTABLE DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

3.1. LA POSIBILIDAD DE INCARDINAR LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA DENTRO DE LA CATEGORÍA DEL HECHO CONTABLE. ELEMENTOS DE CARÁCTER CONTABLE CONFIGURADORES DE LA NATURALEZA Y RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

La consideración de los valores anotados en cuenta como una realidad de *naturaleza contable* se muestra en total consonancia con el concepto de *valor negociable* que es manejado por la LMV. La *negociabilidad* de los valores, como sabemos⁹⁰, se define prestando especial atención a los términos económicos en que se produce la transmisión⁹¹. Hemos comentado también el carácter de *mercancía* o *producto* que los valores tienen -considerados en una de las múltiples acepciones desde las que pueden ser contemplados⁹²-. Por ello el *hecho contable* -como forma de *representación* de la realidad económico-social⁹³ - resulta un marco propicio para acoger los valores negociables; con mayor motivo, además, si pensamos que el origen del hecho contable y del Derecho es compartido: el interés por introducir *orden* en la conducta del hombre en sociedad⁹⁴. En el caso del hecho contable, la preocupación por el orden se traduce en "expresar lo cualitativo en términos cuantitativos"⁹⁵. La expresión de lo cualitativo en términos cuantitativos es, efectivamente, el

90 Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 127 y ss.

91 Vid. EM LMV, número segundo.

92 Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, pág. 117.

93 Cfr. FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *Una aportación a la construcción del Derecho Contable*, Madrid, 1986, pág. 29.

94 Cfr. FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *Una aportación a la construcción del Derecho Contable, cit.*, págs. 29 y 54; *vid.* del mismo Autor, *El hecho contable y el Derecho*, Barcelona, 1983.

En este mismo sentido, DÍEZ-PICAZO y GULLÓN BALLESTEROS -a nuestro modo de ver, parafraseando el aforismo "*ubi Ius, ibi societas*"- afirman que "el Derecho es un *orden* de la convivencia humana, inspirado en unos criterios de justicia" (cfr. *Sistema de Derecho Civil*, Madrid, 1982, pág. 31).

95 Y también en "simplificar lo cuantitativo, reduciéndolo a expresiones cualitativas" (cfr. FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *Una aportación a la construcción del Derecho Contable, cit.*, págs. 29 y 54-55).

tratamiento que reciben los valores anotados, que son agrupados en *saldos* dentro de los *registros contables* de valores para posibilitar la atribución de titularidades entre los sujetos que ostenten derechos sobre ellos⁹⁶.

Además, desde una perspectiva funcional, ya en los *sistemas correctores* la transmisión de los valores por medio de operaciones contables se reveló como un *cauce seguro*, en el que eran menores los riesgos de robo, extravío, falsificación de los títulos, etc.⁹⁷.

A pesar de que la normativa relativa a los valores anotados en cuenta trata de modo explícito y reiterado aquellos aspectos conforme a los cuales se puede predicar la dimensión contable de estos valores como uno de sus elementos definitorios, llama la atención lo poco comentado que ha sido por la doctrina este rasgo de la naturaleza de los valores anotados⁹⁸.

La referencia a elementos de carácter contable es, como hemos dicho, frecuente en las normas configuradoras del régimen de estos valores. Así, la LMV, al referirse al registro en el que se han de inscribir los valores, utiliza la expresión "*registro contable*", con la que se distingue y caracteriza este registro; el recurso a esta expresión es casi constante⁹⁹. La adopción de la "*transferencia contable*", como cauce para la verificación de la transmisión de valores anotados¹⁰⁰, merece ser destacado especialmente. Por otro lado, resulta muy significativo, para apreciar hasta qué punto los

96 *Vid.*, entre otros, art. 31 RD 116/1992, en cuyo párrafo segundo podemos leer la siguiente afirmación: "En los registros contables a cargo de las Entidades adheridas se llevarán, con referencia a cada valor, las *cuentas* correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan".

97 *Vid.* AVÉLAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM. Le compte courant d'actions*, Paris, 1959, pág. 20.

98 Sí que se detiene sobre este aspecto SÁNCHEZ CALERO (en "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 95), quien comenta la incidencia que el tratamiento contable tiene sobre el régimen de estos valores y, destacando la importancia de esta cuestión, propone la expresión "*valores contabilizados*", como forma de designar los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

Encontramos también alguna referencia a este hecho en ESPINA PÉREZ, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, págs. 289-290.

99 *Vid.*, entre otros, los arts. 6, 7, 8, 9, 11, 12 LMV, 3, 4, 6, 7, 8 RD 116/1992 y un largo etcétera.

100 Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

valores anotados son concebidos como realidades de naturaleza contable, que se hable de *saldos* de valores, al referirse a la titularidad que ostente un sujeto sobre un conjunto de valores¹⁰¹. Es también muy revelador que las inscripciones en los registros contables, que producirán la adquisición o pérdida de derechos sobre valores, tengan lugar en virtud de *abono* o *adeudo* en la cuenta que corresponda¹⁰². La *compensación*, como forma de resolver la negociación sobre valores, viene a remarcar¹⁰³ el tratamiento contable que reciben los valores anotados¹⁰⁴.

De entre todos estos elementos vamos a centrar nuestra atención en la *transferencia contable de valores* y su análisis nos llevará, inevitablemente, al comentario del *abono* y *adeudo* de valores; en definitiva, a destacar la dimensión contable de los valores anotados.

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

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

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

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

103 No con carácter definitivo, sino tan sólo como *un dato más*, pues el término *compensación*, además de recibir una lectura en sentido *económico-contable*, tiene también su propio significado *jurídico*.

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

Vid. también arts. 54 LMV, 55, 56 RD 116/1992.

3.2. LA TRANSFERENCIA CONTABLE DE VALORES -PIEZA CLAVE DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA-

3.2.1. LA TRANSFERENCIA COMO OPERACIÓN CONTABLE CARENTE DE NATURALEZA NEGOCIAL. EL PACTO DE TRANSFERENCIA Y EL PACTO DE CONTABILIDAD.

Para acercarnos a esta figura nos es de gran utilidad la doctrina vertida en torno a la transferencia bancaria¹⁰⁵, pues son muchos los aspectos en común que se pueden predicar de estas dos instituciones¹⁰⁶. Uno de los motivos por los que ambos tipos de transferencia pueden recibir un tratamiento común es que, con independencia de que nos encontremos en el ámbito bancario o en el de los valores mobiliarios, la transferencia, no tiene la condición de *negocio jurídico*: es un *acto jurídico* y, en cuanto tal, sus rasgos se manifiestan del mismo modo en una y otra circunstancia. La transferencia, en sí misma considerada, no es más que una *operación contable*¹⁰⁷, que puede integrarse en un negocio jurídico como un elemento más.

Más allá de los aspectos que se refieren exclusivamente a la naturaleza jurídica de la figura que analizamos, prestando atención a la instrumentación electrónica -que es la que en la práctica se ha adoptado para la transferencia contable de valores anotados en los mercados secundarios oficiales-, es también interesante tener

105 Vid., por todos, con más indicaciones bibliográficas, GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", en GIRÓN TENA, J., *Estudios de Derecho mercantil*, Madrid, 1955, págs. 401 y ss.

106 Vid. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 21, donde, al comentar el sistema establecido por la *Depotgesetz*, se compara la *transferencia de efectos* "sin movimiento de los títulos" -*stückenlose*- con "las transferencias de dinero sin movimiento de numerario".

107 "Es sólo una operación contable que no se corresponde con ninguna institución jurídica" -el subrayado es nuestro- (cfr. GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", cit., pág. 420). Y también, aunque relacionándola sólo con el contrato de transferencia bancaria: "la transferencia no es sino un mecanismo económico que se da con características más o menos puras según el tráfico bancario de la época" (*op. cit.*, pág. 409; vid. también págs. 429 y 433, donde se reitera la idea de que la transferencia es un fenómeno contable que no se corresponde con ninguna figura jurídica).

Cfr. también GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, 2ª ed., por MOLL, S., Madrid, 1975, pág. 546; más abajo observa este Autor que "realmente la transferencia no es un contrato que engendre obligaciones para el Banco y el cliente (...). La transferencia es una operación contable que surte efectos en las relaciones jurídicas que anteriormente existían entre el Banco y sus clientes" -los subrayados son nuestros- (*op. cit.*, pág. 553).

presente el fenómeno de la *transferencia electrónica de fondos - electronic funds transfer*¹⁰⁸. Este fenómeno tiene su origen en el Derecho estadounidense y desde el 10 de mayo de 1978 cuenta con su desarrollo normativo en la *Electronic Fund Transfer Act*¹⁰⁹.

El contrato de transferencia bancaria, por su tradición histórica y por la complejidad de que se encuentra revestido, ha dado lugar a una larga discusión en nuestro Derecho y en ordenamientos extranjeros¹¹⁰.

108 Vid. EINHORN, T. A., "A Banker's Guide to the Electronic Fund Transfer Act", en *The Banking Law Journal*, 1979, pág. 772; FELDMAN, A. R., *Electronic Fund Transfers*, New York, 1981; ELLIS, M. B./GREGURAS, F. M., *The Electronic Fund Transfer Act and Federal Reserv Board Regulation E: A Compliance Guide for Financial Institutions*, New Jersey, 1983.

109 En la que se recoge una definición de esta figura, conforme a la cual "*Electronic fund transfer means any transfer of funds, other than a transaction originated by check, draft, or similar paper instrument, that is initiated through an electronic terminal, telephone, or computer or magnetic tape for the purpose of ordering, instructing, or authorizing a financial institution to debit or credit an account. The term includes, but is not limited to, point-of-sale transfers, automated teller machine transfers, direct deposits or withdrawals of funds, and transfers initiated by telephone. It includes all transfers resulting from debit card transactions, including those that do not involve an electronic terminal at the time of the transaction. The term does not include payments made by check, draft, or similar paper instrument at an electronic terminal*" (12 CFR § 205.2[g]). Para una crítica de esta definición legal, vid. FELSENFELD, C., *Legal aspects of electronic funds transfers*, Massachusetts, 1988, págs. 8 y 2 a 5. Este Autor entiende que los dos elementos esenciales de toda *electronic funds transfer - EFT*- son 1º) la notificación de la transferencia, en ocasiones llamada comunicación u orden, y 2º) la propia transferencia o movimiento de fondos; junto a estos elementos esenciales, destaca también FELSENFELD, lógicamente, la necesidad de canalizar la transferencia electrónicamente y la importancia de que la operación no se instrumente en ninguna de sus fases por medio de un cheque -en cuyo caso no sería una *EFT*-.

Vid. también FRANCESCHELLI, V., "Informatica e sistema bancario", en POLO, A./URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Tomo I, Madrid, 1994, págs. 860-861, donde se refiere la recepción de esta figura en el Derecho italiano y se define esta institución como el "*trasferimento di fondi diverso da transazioni basate su assegno, cambiale o altro strumento cartolare, che si inizia a mezzo di un terminale elettronico, un telefono, un computer o un nastro magnetico, così da ordinare, dare istruzioni o autorizzare un istituto finanziario ad addebitare o accreditare una somma su un conto*"; GIANNANTONIO, E., *Trasferimenti elettronici dei fondi e autonomia privata*, Milán, 1986.

110 Vid. GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", *cit.*, págs. 401-420.

Este Autor se centra en las teorías elaboradas por las doctrinas alemana, francesa, italiana y española. Por lo que a nuestro interés se refiere, destacaremos que, frente a las *construcciones unitarias* elaboradas en el Derecho alemán -acogidas en gran medida por la doctrina italiana- y francés, la doctrina española ha terminado explicando la transferencia bancaria conforme a una *construcción disgregadora*, que, sin incluir dentro de un único y mismo acto a los sujetos que intervienen en la transferencia, permite explicar separadamente los distintos actos -como el *cargo* y el *abono* en cuenta- que integran esta

En el Derecho español la transferencia bancaria tiene su origen en un *pacto de transferencia* entre las partes, en virtud del cual se acuerda sustituir la entrega material de efectivo por el abono de numerario en la cuenta del beneficiario¹¹¹. La semejanza con la transferencia de valores es grande; en ésta la *entrega material* de los valores también se ve sustituida por el abono en cuenta¹¹².

Pero en el caso de los valores anotados *ab initio* concurren dos circunstancias conforme a las cuales el cauce por el que discurren las transmisiones de valores no puede ser otro sino la transferencia contable. La primera de ellas es la propia forma de representación de los valores -la anotación en cuenta-, que no da lugar a escoger entre la entrega material y la transferencia¹¹³ -los *valores contabilizados*¹¹⁴ no son susceptibles de entrega material-. La segunda circunstancia es

relación (*op. cit.*, págs. 420 y ss.; *vid. también op. cit.*, págs. 415-420). Dentro de esta concepción disgregadora de la transferencia, sin embargo, nuestra doctrina ha sabido dar cabida a una de las teorías unitaristas, la *teoría de la delegación* (*vid. sobre el particular ALFARO AGUILA-REAL, J., "Observaciones sobre la transferencia bancaria", (manuscrito), 1995, pág. 7).*

Vid., por todos, como exponente de la recepción de la teoría de la delegación en la doctrina italiana, SANTINI, G., *Il bancogiro*, 2ª ed., Bologna, 1950, págs. 140 y ss.

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

Si bien, la dificultad reside en esclarecer cuándo ha tenido lugar el pacto de transferencia (*vid. GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", cit.*, págs. 421-423), pues no hay inconvenientes cuando el pacto ha sido expreso, pero "el problema surge cuando se trata de investigar si determinadas modalidades del tráfico implican ese acuerdo. Así, se discute por la doctrina si hay que presumir ese asentimiento por el hecho de que en periódicos, impresos comerciales, correspondencia, etc., se indique la existencia de cuentas corrientes en determinadas entidades bancarias e incluso si por el hecho mismo de tener esas cuentas se debe entender que cualquier deudor está facultado para el pago en la forma que estudiamos" (*op. cit.*, pág. 422).

112 *Vid.*, entre otros, arts. 9.1 LMV, 12.1 y 31.4 RD 116/1992.

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

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

114 *Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit.*, pág. 95.

que en el caso de los valores anotados no existe posibilidad de concertar o no el *pacto de transferencia* que desencadena o da paso a que la relación jurídica se desenvuelva utilizando como instrumento la transferencia contable. Quien se somete al régimen de los valores anotados en cuenta tácitamente está acatando un pacto de transferencia para el tratamiento de los valores de que sea titular; o, si se quiere, ni siquiera llega a formularse tal pacto tácito, pues realmente es una disposición de Derecho imperativo la que exige el recurso a la transferencia contable¹¹⁵.

Hay otro aspecto que tampoco ha sido tratado por la incipiente doctrina del ámbito de los valores anotados y que es fundamental para un adecuado desarrollo de la transferencia contable de valores: nos referimos a la existencia de un *pacto de contabilidad* entre el titular de los valores y la Entidad encargada de la llevanza del registro contable¹¹⁶. También en este caso podemos acudir al Derecho bancario, donde encontramos que el pacto de cuenta corriente es comprensivo de un pacto de contabilidad, por el que se traslada al banco la responsabilidad u obligación de llevar la contabilidad de las relaciones contenidas en la cuenta e informar periódicamente de la evolución y resultado de esa contabilidad¹¹⁷.

Cabe entender, por analogía con el contrato de cuenta corriente bancaria, que, en el caso que nos ocupa, efectivamente la Entidad encargada del registro¹¹⁸ asume la llevanza de la contabilidad¹¹⁹ y que, por su parte, el titular de los valores¹²⁰ debe contestar manifestando su conformidad o no con el saldo de la cuenta¹²¹.

115 Vid. arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

El art. 9.1 LMV impone: "La transmisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta *tendrá lugar* por transferencia contable."

116 Con relación al contrato de cuenta corriente bancaria, *vid.* ALFARO AGUILA-REAL, J., "Contribución al estudio de los problemas generales de la cuenta corriente bancaria", (*manuscrito*), 1995, págs. 40-41 y "Cuenta corriente bancaria", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, *cit.*, págs. 1833 y ss..

117 Cfr. ALFARO AGUILA-REAL, J., "Contribución al estudio...", *cit.*, pág. 40.

118 Que, en función de los casos, podrá ser el SCLV, o una Entidad adherida a éste, o la Central de Anotaciones, o una Entidad Gestora -*vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 91 y ss., donde se habla de la organización de los registros contables de valores y de las entidades encargadas de la llevanza de estos registros-.

119 Vid. art. 278 C. de C.

120 Que, también en función de los casos, podrá ser una Entidad adherida, un Entidad Gestora, o un cliente de uno de estos dos tipos de entidades -*vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 91 y ss.-.

121 *Vid.* ALFARO AGUILA-REAL, J., "Contribución al estudio...", *cit.*, pág. 40.

3.2.2. EL ABONO Y EL ADEUDO -O CARGO- DE LOS VALORES EN LAS CUENTAS DEL TRANSMITENTE Y EL ADQUIRENTE.

Para determinar cuáles son los efectos jurídicos que produce la transferencia conviene tratar por separado el abono y el adeudo -o cargo- de los valores en las cuentas del transmitente y el adquirente de derechos sobre los valores.

En cuanto a los efectos jurídicos que produce, el *cargo o adeudo* de los valores en la cuenta del transmitente es poco trascendente. Significa tan sólo poner en movimiento el acto de la transferencia contable. No significa todavía adquisición de derecho alguno para el adquirente de los valores, pues, por lo que a su derecho se refiere, sólo tendrá valor constitutivo la inscripción registrada en *su cuenta*¹²², no el adeudo en la cuenta del transmitente.

El *abono de valores* en la cuenta del adquirente, es como hemos dicho, lo que produce la mutación jurídico real en su favor. A este respecto, podemos establecer ciertas diferencias entre el régimen de la transferencia bancaria y la transferencia de valores anotados¹²³, pues en el caso de los valores anotados se introducen algunas novedades o particularidades. Son trasladables a la transferencia de valores, aunque con matices, las consideraciones de la doctrina contable tradicional, que "ve en los asientos el reflejo de mutaciones patrimoniales producidas fuera de los libros"¹²⁴. Pero no deben distinguirse en el abono de la transferencia contable de valores dos momentos distintos, como se distinguen en el abono cuando la transferencia es bancaria. En esta última el abono está integrado por un primer momento, que es la *puesta a disposición*, sustituto de la

122 El art. 9.1, proposición segunda, LMV es suficientemente explícito a este respecto: "La inscripción de los valores a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos." -el subrayado es nuestro-.

Sobre el valor constitutivo de esa inscripción, *vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 218 y ss.

123 *Id.*, en todo caso, con relación al ámbito bancario, MOTOS GUIRAO, M., "Sobre si el ingreso en la cuenta corriente bancaria del acreedor libera al deudor", *RDM*, 1958, págs. 245 y ss.; ALFARO AGUILA-REAL, J., "Observaciones sobre la transferencia bancaria", *cit.*, págs. 29 y ss.; SEQUEIRA MARTÍN, A., "La transferencia bancaria de crédito", en POLO, A./URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Tomo III, Madrid, 1994, págs. 2531-2532.

124 *Cfr.* GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", *cit.*, pág. 429.

entrega, y un segundo momento, que es la *aceptación* del beneficiario de la transferencia¹²⁵. Se entenderá que el transferente pagó cuando el beneficiario acepta -o, al menos, no manifiesta su disentimiento-¹²⁶. En la transferencia de valores, sin embargo, no se habla de una puesta a disposición que sustituya a la entrega, puesto que la entrega de los valores se formaliza, precisamente, por medio de la inscripción de la transmisión a favor del adquirente en el registro contable; el abono en cuenta *es* la entrega. En cuanto a la aceptación, es ésta una posibilidad que no se contempla en la transferencia de valores, ya que, no existiendo otra forma de recibir los valores por parte del *accipiens*, no tiene sentido que se plantee el aceptar o no esa entrega -que, por lo demás, se puede decir que ya había aceptado cuando concertó el contrato de adquisición de los valores anotados-.

Desde el punto de vista operativo, cabe hacer la siguiente observación. Si los valores son adquiridos de forma originaria, el titular de los valores será precisamente el suscriptor de éstos -aquella persona a cuyo favor se anoten los valores en la primera inscripción (vid. art. 8.1 y 2 LMV y art. 11 RD 116/1992)-¹²⁷. Pero cuando la adquisición sea derivativa, esto es, cuando los valores cambien de titular por ser objeto de una transmisión, entonces deberá procederse a una transferencia contable¹²⁸. Esta transferencia se llevará a cabo

125 Acerca de la aceptación del beneficiario de la transferencia bancaria, vid. SANTINI, G., *Il bancogiro. cit.*, págs. 53-54, 74 y ss. y 119, nota 19. Este Autor considera aplicable al caso "l'art. 1333 cod. civ. relativo ai contratti con obbligazioni del solo proponente, che si perfezionano nel momento in cui la controparte ne viene conoscenza, presumendosi dal silenzio la sua accettazione". Habla también de la aceptación explícita, que, aunque posible, ha de considerarse superflua "e d'altra parte, in pratica, non si verifica quasi mai" -añade- (*op. cit.*, pág. 54). Vid. también *op. cit.*, págs. 114-115, donde se habla de los motivos que puede tener el acreedor-beneficiario para declinar la aceptación, por preferir el pago en dinero.

Vid. también ALFARO AGUILA-REAL, J., "Observaciones sobre la transferencia bancaria", *cit.*, pág. 41.

126 Vid. GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", *cit.*, págs. 430-432.

Quando el beneficiario acepta y "consiente que el montante de la transferencia forme una partida de su cuenta" (*op. cit.*, pág. 431), la *puesta a disposición* -que constituye el primer momento del abono- deviene en *efectiva disposición*.

Vid., acerca del abono en cuenta y sus efectos jurídicos, ALFARO AGUILA-REAL, J., "Observaciones sobre la transferencia bancaria", *cit.*, esp. págs. 29 y ss.; vid. también *op. cit.*, págs. 5, 8, 39.

127 Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 106.

128 Ats. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

efectuando un abono de valores en la cuenta del comprador y, simultáneamente, un cargo del mismo número de valores en la cuenta del vendedor -el número de valores que haya sido objeto de transmisión-¹²⁹. Si no se realizaran conjuntamente estas operaciones de abono y cargo, podría haber dos titulares de los mismos valores¹³⁰. Se generaría una situación de inflación de valores en el mercado, de modo que podría llegar a haber en circulación entre el público un número de valores mayor del que inicialmente -y realmente- integrase una emisión.

129 Prestando atención más a los medios de instrumentación técnica del sistema de anotaciones en cuenta, que al diseño jurídico de esta figura, se ha observado que en la transmisión de valores anotados no hay ni "transferencia ni inscripción alguna propiamente dichas. Tan sólo hay un acto de *modificación* de un dato informático.". Se dice que la transmisión de valores se traduce "en una simple *modificación* de la magnitud relativa a la identificación del titular entre las que componen el dato informático que conocemos como valor negociable representado por una «anotación en cuenta»" (cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., "Configuración estatutaria de las acciones...", *cit.*, pág. 5534).

130 Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 106.

4. CONCLUSIONES.

I.- LA MAYOR PRECISIÓN CONCEPTUAL DE LA DENOMINACIÓN "VALORES ANOTADOS" FRENTE SU ALTERNATIVA "DERECHOS-VALORES".

En efecto, es más acertada la expresión **valores anotados** que su alternativa **derechos-valores**. Puede predicarse del término "valores anotados" la misma virtud que reside en el ya consagrado "título-valor" y es que en ambos se hace **mención explícita tanto del elemento objetivo de la institución, como del elemento formal**. En las dos figuras el elemento objetivo es el **valor**. En los títulos-valores el elemento formal -la forma de representación del valor- es un **documento** y a él se hace referencia con la palabra "título"; en los valores anotados la forma de representación es la **anotación en cuenta** y de ello se deja constancia al adjetivar estos valores como "anotados".

Por contraposición al concepto de título-valor, los valores representados por medio de anotaciones en cuenta pueden ser denominados **derechos-valores**. Pero lo cierto es que el término **derechos-valores** no tiene tradición en nuestra doctrina y resulta muy poco definitorio. Por eso, sin dejar de afirmar que los valores a los que nos referimos están integrados dentro de la categoría que la doctrina alemana identifica como **Wertrechte**, podemos acudir a la expresión **valores anotados** para denominar esta institución¹³¹.

II.- LA APLICACIÓN A LOS VALORES ANOTADOS DE ELEMENTOS DEL RÉGIMEN DE LOS TÍTULOS-VALORES.

Algunos Autores consideran las anotaciones en cuenta como una forma evolucionada del título-valor, el régimen jurídico aplicable a los valores anotados sigue siendo el mismo que el de los títulos. No es ésta, sin embargo, nuestra postura, pues nos parece que lo más acertado es comprender la anotación en cuenta como una figura distinta del título-valor. Pero no tenemos intención de negar la clara inspiración de una figura en la otra y admitimos lo que no es sino una

131 Vid. Epígrafes 1.1. y 1.2.2.

lógica consecuencia de tal inspiración: la adopción de elementos del régimen de los títulos-valores como parte integrante del régimen de los valores anotados¹³².

III.- LA INCIDENCIA DE LA FORMA DE REPRESENTACIÓN EN LA NATURALEZA DEL DERECHO SUBJETIVO REPRESENTADO.

Entendemos que es precisamente la forma de representación la que determina la esencia de un valor, tanto cuando es representado en forma de título-valor -acto en virtud del cual el valor escapa al régimen de la cesión de créditos y pasa a formar parte de una categoría nueva, con su propio régimen-, como cuando es representado por medio de anotación en cuenta -forma de representación que, igualmente, atribuye al valor una naturaleza propia, una esencia específica-¹³³.

IV.- LA NATURALEZA REAL DE LA TITULARIDAD SOBRE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

El eje o centro de apoyo de la construcción dogmática de los valores anotados cambia radicalmente con relación al que lo fuera en la concepción de los títulos-valores. Ya no es el documento, sino el **registro**.

La titularidad sobre el valor ya no viene determinada por la posesión del documento en concepto de dueño, sino que ahora es el **titular inscrito en el registro contable** el que se presume titular legítimo -arts. 11.1 LMV y 15.1 RD 116/1992-.

Por eso, aunque el derecho comprendido por el valor anotado pueda ser un derecho de crédito, en virtud de la inscripción del valor en el registro contable, el titular del valor podrá hacer valer su derecho *erga omnes*, por lo que podemos afirmar que **la titularidad sobre los valores anotados, en cuanto titularidad registral, es una titularidad real** -que no opera tan sólo respecto a la sociedad emisora, sino también respecto a los terceros en general-. El titular del valor podrá hacer efectiva su legitimación frente a terceros en todos los ámbitos -cumpliéndose así el llamado **aspecto externo del derecho real**-, no sólo en el ejercicio de los derechos comprendidos por el

132 Vid. Epígrafe 2.1..

133 Vid. Epígrafes 1.1. y 2.1..

valor, sino también en cuanto se refiere al poder de disposición sobre los valores: es decir, el titular de los valores ha de considerarse *dominus* de los mismos y, en cuanto tal, podrá transmitir su titularidad real plena o constituir derechos reales limitados sobre los valores -arts. 9 y 10 LMV y 12 y 13 RD 116/1992-¹³⁴.

V.- LA NATURALEZA CONTABLE DE LOS VALORES ANOTADOS.

Uno de los rasgos más determinantes de la naturaleza de los valores anotados es su carácter contable. La normativa relativa a los valores anotados en cuenta trata de modo explícito y reiterado aquellos aspectos conforme a los cuales se puede predicar la dimensión contable de estos valores -*vid.*, entre otros, los arts. 6, 7, 8, 9, 11, 12 LMV, 3, 4, 6, 7, 8 RD 116/1992 y un largo etcétera-.

Sin embargo, es este un aspecto que ha pasado inadvertido a la mayor parte de la doctrina -o, al menos, que apenas ha sido objeto de comentario-.

La consideración de los valores anotados en cuenta como una realidad de **naturaleza contable** se muestra en total consonancia con el concepto de **valor negociable** que es manejado por la LMV, ya que la **negociabilidad** de los valores, como sabemos, se define prestando especial atención a los términos económicos en que se produce la transmisión -*vid.* EM LMV, número segundo-. Por ello el **hecho contable** -como forma de **representación** de la realidad económico-social- resulta un marco propicio para acoger los valores negociables; con mayor motivo, además, si pensamos que el origen del hecho contable y del Derecho es compartido: el interés por introducir **orden** en la conducta del hombre en sociedad. En el caso del hecho contable, la preocupación por el orden se traduce en "expresar lo cualitativo en términos cuantitativos". La expresión de lo cualitativo en términos cuantitativos es, efectivamente, el tratamiento que reciben los valores anotados, que son agrupados en **saldos** dentro de los **registros contables** de valores para posibilitar la atribución de titularidades entre los sujetos que ostenten derechos sobre ellos -*vid.*, entre otros, art. 31 RD 116/1992-.

134 *Vid.* Epígrafe 1.2.2.1..

Además, desde una perspectiva funcional, ya en los **sistemas correctores** la transmisión de los valores por medio de operaciones contables se reveló como un **cauce seguro**, en el que eran menores los riesgos de robo, extravío, falsificación de los títulos, etc.¹³⁵.

VI.- EL PACTO DE TRANSFERENCIA EN EL RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

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

En el ámbito bancario, en ocasiones, resulta difícil esclarecer **cuándo ha tenido lugar el pacto de transferencia**; pero en el caso de los valores anotados *ab initio* concurren dos circunstancias conforme a las cuales el cauce por el que discurren las transmisiones de valores no puede ser otro sino la transferencia contable.

La primera de ellas es la propia forma de representación de los valores -la anotación en cuenta-, que no da lugar a escoger entre la entrega material y la transferencia -mientras que el dinero, dependiendo de la voluntad de las partes, puede ser tratado como dinero contable o como dinero en efectivo, la representación de los valores en forma de anotaciones en cuenta es, en principio, **irreversible** (arts. 5.2 LMV y 3 RD 116/1992) y los **valores contabilizados** no son susceptibles de entrega material-.

La segunda circunstancia es que en el caso de los valores anotados no existe posibilidad de concertar o no el **pacto de transferencia** que desencadena o da paso a que la relación jurídica se desenvuelva utilizando como instrumento la transferencia contable. Quien se somete al régimen de los valores anotados en cuenta tácitamente está acatando un pacto de transferencia para el tratamiento de los valores de que sea titular; o, si se quiere, ni siquiera llega a formularse tal pacto tácito, pues realmente es una disposición

135 *Vid.* Epígrafe 3..

de Derecho imperativo la que exige el recurso a la transferencia contable -*vid.* arts. 9.1 LMV, en el que se impone que "la transmisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta **tendrá lugar por transferencia contable**", y 12.1 RD 116/1992-¹³⁶.

VII.- LA TRANSFERENCIA CONTABLE NO CONSTITUYE NINGUNA CATEGORÍA DE NEGOCIO JURÍDICO.

La transferencia de valores, que es un elemento necesario para que pueda verificarse la transmisión de éstos, no tiene la condición de **negocio jurídico**: es un **acto jurídico**. La transferencia, en sí misma considerada, no es más que una **operación contable** -un mecanismo económico-, que puede integrarse en un negocio jurídico como un elemento más¹³⁷.

VIII.- EL PACTO DE CONTABILIDAD EN EL RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

Hay otro aspecto que tampoco ha sido tratado por la incipiente doctrina del ámbito de los valores anotados y que es fundamental para un adecuado desarrollo de la transferencia contable de valores: nos referimos a la existencia de un **pacto de contabilidad** entre el titular de los valores y la Entidad encargada de la llevanza del registro contable. En el Derecho bancario encontramos que el pacto de cuenta corriente es comprensivo de un pacto de contabilidad, por el que se traslada al banco la responsabilidad u obligación de llevar la contabilidad de las relaciones contenidas en la cuenta e informar periódicamente de la evolución y resultado de esa contabilidad.

Cabe entender, por analogía con el contrato de cuenta corriente bancaria, que, en el caso que nos ocupa, efectivamente la Entidad encargada del registro asume la llevanza de la contabilidad -*vid.* art. 278 C. co.- y que, por su parte, el titular de los valores debe contestar manifestando su conformidad o no con el saldo de la cuenta¹³⁸.

136 *Vid.* Epígrafe 3.2.1..

137 *Vid.* Epígrafe 3.2.1..

138 *Vid.* Epígrafe 3.2.1..

IX.- LA AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD Y LA TRANSFERENCIA CONTABLE DE VALORES.

A raíz de algunas de las consideraciones que hemos formulado -relativas a la ausencia de pacto de transferencia y de aceptación del abono en la transferencia contable de valores anotados en cuenta-, podemos observar que **los márgenes de la autonomía de la voluntad se ven más recortados en la transferencia contable de valores que en la transferencia bancaria**¹³⁹.

139 *Vid.* Epígrafe 3.2..

ABREVIATURAS

AC	Actualidad Civil.
BankA	<i>Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen.</i>
C. de C.	Código de Comercio español, de 22 de agosto de 1885.
C.C.	Código Civil español, de 24 de julio de 1889.
CCDVT	<i>Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres.</i>
cfr.	confróntese.
Contratto e impresa	<i>Contratto e impresa: Dialoghi con la giurisprudenza civile e commerciale.</i>
coord.	coordinador.
dir.	director.
DN	Derecho de los Negocios.
ed.	edición.
EM	Exposición de Motivos.
LCC	Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque.
LMV de Valores.	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario.
RD 116/1992	Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil.
RDM	Revista de Derecho Mercantil.
RGD	Revista General de Derecho.
RRM	Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.
pág./ págs.	página/ páginas.
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
SICOVAM	<i>Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières.</i>
ss.	siguientes.
vid.	videre.
Vol.	Volumen.
VV. AA.	Varios Autores.
WM	<i>Wertpapier-Mitteilungen. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht.</i>

BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO AGUILA-REAL, J., "Contribución al estudio de los problemas generales de la cuenta corriente bancaria", (*manuscrito*), 1995.
- "Observaciones sobre la transferencia bancaria", (*manuscrito*), 1995.
- "Cuenta corriente bancaria", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, Madrid, 1995, págs. 1833 y ss.
- "Transferencia bancaria", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, Madrid, 1995, págs. 6619 y ss.
- ALONSO ESPINOSA, F. J., "Configuración estatutaria de las acciones [en torno a los artículos 9.ºg) y k) de la Ley de Sociedades Anónimas y 122-123 del Reglamento del Registro Mercantil]", en *RGD*, 1990, nº 550-551, págs. 5517 y ss.
- "Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones", en *RDBB*, 1992, nº 45, págs. 35 y ss.
- ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores por anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero", en *DN*, 1992, nº 19, págs. 1 y ss.
- "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos", en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, págs. 261 y ss.
- AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM. Le compte courant d'actions*, Paris, 1959.
- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., "El Derecho del mercado de capitales", en *RDBB*, 1988, nº 29, págs. 67 y ss.
- CANARIS, C. W., *Bankvertragsrecht*, en *Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, Tomo III, Volumen 3, 3ª ed., Berlin-New York, 1981.
- DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektengiroverkehr. Zum redlichen Erwerb stückeloser Effekten*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1989.
- DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", en *RCDI*, 1991, nº 603, págs. 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 a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, págs. 309 y ss.

- DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, Madrid, 1982.
- 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*, Tomo II, (*Sociedades mercantiles*), Madrid, 1996, págs. 1641 y ss.
- EINHORN, T. A., "A Banker's Guide to the Electronic Fund Transfer Act", en *The Banking Law Journal*, 1979, págs. 772 y ss.
- EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", en *RDM*, 1982, nº 163, págs. 7 y ss.
- ELLIS, M. B./ GREGURAS, F. M., *The Electronic Fund Transfer Act and Federal Reserv Board Regulation E: A Compliance Guide for Financial Institutions*, New Jersey, 1983.
- ESPINA P, D., *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995.
- FELDMAN, A. R., *Electronic Fund Transfers*, New York, 1981.
- FELSENFELD, C., *Legal aspects of electronic funds transfers*, Massachusetts, 1988.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores", en *RCDI*, 1989, nº 593, págs. 1213 y ss.
- FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *Una aportación a la construcción del Derecho Contable*, Madrid, 1986.
- El hecho contable y el Derecho*, Barcelona, 1983.
- FRANCESCHELLI, V., "Informatica e sistema bancario", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Tomo I, Madrid, 1994, págs. 855 y ss.
- MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Tomo I, Madrid, 1994, págs. 855 y ss.

- GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La sociedad anónima en sus principios configuradores", en GARRIDO DE PALMA, V. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991, págs. 21 y ss.
- GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Tratado de Derecho mercantil*, Tomo II, Madrid, 1955.
- El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974.
- Contratos bancarios*, 2ª ed., por MOLL, S., Madrid, 1975.
- GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", en GIRÓN TENA, J., *Estudios de Derecho mercantil*, Madrid, 1955, págs. 401 y ss.
- GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles", en *DN*, 1992, nº 17, págs. 62 y ss.
- GURSKY, K.-H., *Wertpapierrecht*, 2ª ed., Heidelberg, 1997.
- HEESEN, H.-G., *Die Entkörperung im spanischen Effektenwesen. Die "Ley del Mercado Valores" (1988): Gesetzliche Regelung und Anerkennung einer selbständigen Kategorie von "Wertrechten"?*, Frankfurt am Main-Berlin-Bern-New York-Paris-Wien, 1997.
- HEINSIUS, T./ HORN, A./ THAN, J., *Depotgesetz. Kommentar zum Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*, Berlin-New York, 1975.
- HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1988.
- LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, 2ª ed., Barcelona, 1984.
- KOLLER, I., "Wertpapierrecht (Empfiehl sich eine Neuordnung und Ergänzung des Wertpapierrechts im BGB?)", en *Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts*, Tomo 2, Köln, 1981, págs. 1431 y ss.
- KÜMPEL, S., "Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten", en *WM*, 1984, págs. 577 y ss. (1ª parte), págs. 613 y ss. (2ª parte).

- MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito", en *RDBB*, 1989, nº 36, págs. 703 y ss.
- "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", en *RDBB*, 1990, nº 37, págs. 23 y ss.
- "La transmisión de valores", en *DN*, Tomo 1990-1991, págs. 90 y ss.
- "Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas", en *RDM*, 1992, nº 203-204, págs. 147 y ss.
- MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración", en *AC*, 1992, nº 10, págs. 109 y ss.
- MOTOS GUIRAO, M., "Sobre si el ingreso en la cuenta corriente bancaria del acreedor libera al deudor", *RDM*, 1958, págs. 245 y ss.
- OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título y su desincorporación. (Análisis histórico dogmático)", en *VV. AA., Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, págs. 13 y ss.
- OPFERMANN, N., "Die Treuhand in der Wertpapierbereinigung und im Ablöserverfahren nach dem AKG", en *WM*, 1961, págs. 964 y ss.
- OPITZ, G., *Depotgesetz*, 1ª ed., Berlin, 1937.
- "Die Drittverpfändung", en *BankA*, 1940, págs. 298 y ss. y en *Fünfundzwanzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954, págs. 329 y ss.
- "Wertrechte und Wertpapiere", en *BankA*, 1941, págs. 36 y ss. y en *Fünfundzwanzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954, págs. 426 y ss.
- "Die gesetzliche Bestätigung der Wertrechtslehre", en *Fünfundzwanzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954, págs. 462 y ss.
- PARICIO SERRANO, L., "La evolución del título-valor y el artículo 1.384 del Código civil (Comentario a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 de mayo de 1987)", en *RDBB*, 1988, nº 31, págs. 673 y ss.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., "La desincorporación de los títulos-valor. (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)", en *VV. AA., El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995, págs. 81 y ss.

- PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI (Derecho y Tecnología)", *LA LEY*, 1991, nº 2671, págs 987 y ss. PETERS, K., "Bucheffecten -eine Alternative zum Wertpapier?", en *WM*, 1976, págs. 890 y ss.
- RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad", en *RDBB*, 1993, nº 50, págs. 361 y ss.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta. (Análisis del Real Decreto Regulador)", en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, págs. 83 y ss.
- ROSENDE HONRUBIA, M., "La prenda de créditos", en *RCDI*, 1927, nº 32, págs. 561 y ss.
- RUBIO GARCÍA MINA, J., *Derecho cambiario*, Madrid, 1973.
- SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", en VERDERA Y TUELLES, E. (dir.) *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993, págs. 91 y ss.
- SANTINI, G., *Il bancogiro*, 2ª ed., Bologna, 1950.
- SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", en *Congreso Internacional sobre la Reforma del Derecho contractual y la Protección de los Consumidores*, Zaragoza, 15-18 de noviembre de 1993, (manuscrito).
- "Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta", en ALONSO UREBA, A.; DUQUE DOMÍNGUEZ, J.; ESTEBAN VELASCO, G.; GARCÍA VILLAVERDE, R.; SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 1, Madrid, 1984, págs. 341 y ss.
- SCHIMANSKY, H./BUNTE, H.-J./LWOWSKI, H.-J., *Bankrechts-Handbuch*, Tomos I y II, München, 1997.
- SEQUEIRA MARTÍN, A., "La transferencia bancaria de crédito", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Tomo III, Madrid, 1994, págs. 2531 y ss.
- STALLONE, F., "La forma dell'atto giuridico elettronico", en *Contrato e impresa*, 1990, nº 2, págs. 756 y ss.

STÜDEMANN, K., *Der Effektenbestand in West-Deutschland als materielle Grundlage der allgemeinen Einführung von Bucheffekten*, Berlin, 1966.

VARA DE PAZ, N., *Pérdida, sustracción y destrucción de los títulos-valores*, Madrid, 1986, págs. 31 y ss.

VELASCO SAN PEDRO, L. A., "La documentación de la posición de socio", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), Madrid, 1991, págs. 307 y ss.

VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, Tomo I, Volumen 1º (*Comerciantes-Sociedades-Derecho Industrial*), 3ª ed., Barcelona, 1991.

ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, 14ª ed., München, 1987.

"Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren", en *Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen*, *Festschrift für Ludwig Raiser*, Tübingen, 1974, págs. 249 y ss.

SUMARIO

INTRODUCCIÓN	3
1. LOS VALORES ANOTADOS, COMO UNA CATEGORÍA ESPECÍFICA DENTRO DE LOS VALORES MOBILIARIOS	4
1.1. COMPONENTE OBJETIVO -EL VALOR MOBILIARIO O NEGOCIABLE- Y COMPONENTE FORMAL -LA REPRESENTACIÓN CONTABLE REGISTRAL- DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.....	4
1.2. CALIFICACIÓN JURÍDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.....	5
1.2.1. <i>La equivocada pretensión de identificar los valores anotados con una forma evolucionada de los títulos-valores.</i>	6
1.2.2. <i>Los valores anotados tienen naturaleza jurídica propia.</i>	13
1.2.2.1. Primeros pronunciamientos de la doctrina española sobre este particular.....	13
1.2.2.2. La naturaleza de los valores anotados se identifica con la de los <i>Wertrechte</i> o <i>Bucheffekten</i>	17
1.2.2.3. Naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta.....	23
1.2.2.4. Identidad de la <i>función económica</i> ejercida por los títulos-valores y por los valores anotados en cuenta.....	25
2. CONFLUENCIA DE LOS PRINCIPIOS PROPIOS DE LOS DERECHOS REALES Y LOS PRINCIPIOS DEL DERECHO REGISTRAL	27
2.1. DISTINCIÓN, DENTRO DEL RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA, DE LOS ELEMENTOS INSPIRADOS EN EL SISTEMA REGISTRAL Y LOS INSPIRADOS EN EL SISTEMA DE TÍTULOS.....	29
2.2. EL SISTEMA DE ANOTACIONES ES, FUNDAMENTALMENTE, UN SISTEMA REGISTRAL.....	36
3. DIMENSIÓN CONTABLE DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA	38
3.1. POSIBILIDAD DE INCARDINAR LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA DENTRO DE LA CATEGORÍA DEL HECHO CONTABLE. ELEMENTOS DE CARÁCTER CONTABLE CONFIGURADORES DE LA NATURALEZA Y RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.....	38
3.2. LA TRANSFERENCIA CONTABLE DE VALORES -PIEZA CLAVE DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA-.....	41
3.2.1. <i>La transferencia como operación contable carente de naturaleza negocial. El pacto de transferencia y el pacto de contabilidad.</i>	41
3.2.2. <i>Abono y adeudo -o cargo- de los valores en las cuentas del transmitente y el adquirente.</i>	46
4. CONCLUSIONES	49
ABREVIATURAS	55
BIBLIOGRAFÍA	56