

## LA COMPRAVENTA DE VALORES EN EL MERCADO BURSÁTIL\*

ALFONSO MARTINEZ-ECHEVARRIA Y GARCIA DE DUEÑAS

Profesor Adjunto de Derecho Mercantil  
Universidad San Pablo CEU

**SUMARIO:** I.—INTRODUCCIÓN. EL NUEVO RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS MERCADOS DE VALORES. II.—LA CRISIS DEL PAPEL, CRISIS FUNCIONAL DE LOS TÍTULOS-VALORES. III.—EL CAMBIO DE RÉGIMEN JURÍDICO: LA SUSTITUCIÓN DEL SISTEMA DE TÍTULOS-VALORES POR EL SISTEMA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA. IV.—EL OBJETO DE LA COMPRAVENTA BURSÁTIL: LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA. 1. Componente sustantivo. 2. Componente formal. V.—EL MERCADO BURSÁTIL, COMO MARCO DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE VALORES: PECULIARIDADES ESTRUCTURALES. VI.—LA ESTRUCTURA DEL ACTO TRANSMISIVO EN LA COMPRAVENTA BURSÁTIL DE VALORES.

---

\* Con posteridad a la fecha de elaboración de este trabajo ha sido publicada la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Las ideas en él expresadas han de entenderse en sus justos términos en relación con el texto de la Ley del Mercado de Valores previo a la reforma. No obstante, las líneas esenciales de lo que mantenemos siguen siendo válidas con el nuevo régimen vigente.

## **I. INTRODUCCION. EL NUEVO REGIMEN JURÍDICO DE LOS MERCADOS DE VALORES**

1.—Han sido muchas y muy radicales las modificaciones que en los últimos años ha sufrido el régimen de la transmisión bursátil de valores. Hablar de la figura jurídica que hoy nos ocupa exige reparar primero en sus antecedentes y en los presupuestos que posibilitan que esta relación contractual pueda llevarse a término.

No sería acertado que, con las primeras palabras de esta exposición, pretendiésemos, sin más prolegómenos, situarnos en el parqué de la Bolsa para observar el cambio de titularidad sobre la propiedad de los valores, que ocasiona la operación realizada entre transmitente y adquirente. Y no sería acertado, en primer lugar, porque, desde la reforma introducida por la Ley del Mercado de Valores de 1988 (*Ley 24/1988*, de 28 de julio —en adelante, LMV—) el parqué ha quedado vacío y el mercado de *viva voz* ha enmudecido.

2.—La *estructura orgánica del mercado* de valores ha cambiado; la *operativa negocial* se instrumenta ahora por medio del *Sistema de Interconexión Bursátil* —una red electrónica que informatiza la contratación conjunta en las cuatro Bolsas españolas—; los Agentes de Cambio y Bolsa han sido sustituidos por las *Sociedades y las Agencias de Valores* —que, rompiendo con nuestra tradición de inspiración francesa, encarnan en nuestro ordenamiento las figuras sajonas de los *brokers* y los *dealers*—; los títulos-valores han sido erradicados de los mercados secundarios y sustituidos por los *valores anotados en cuenta...*

Pero son ya, quizá, demasiadas las piezas que hemos puesto sobre el tablero. Demos, entonces, un paso atrás e iniciemos desde ahí el hilo argumental de nuestra exposición.

## **II. LA CRISIS DEL PAPEL, CRISIS FUNCIONAL DE LOS TITULOS-VALORES**

3.—Es sobradamente conocida la *crisis funcional* sufrida en un pasado reciente

por las Bolsas de los países desarrollados<sup>1</sup>. La representación de los valores mobiliarios por medio de títulos, unida a una negociación que crecía sin freno, había llevado a los mercados bursátiles a una situación de atasco tremendamente perjudicial para el correcto funcionamiento del tráfico.

Es muy representativo de este fenómeno el caso que se produjo en una de las dos Bolsas de Nueva York —*New York Stock Exchange (NYSE)*—. En 1965, cuando el volumen de contratación de *NYSE* se situaba en una media *diaria de seis millones de acciones*, esta Bolsa se hizo el propósito de alcanzar la cifra de *diez millones diarios de acciones* negociadas. La situación se le fue de las manos y en junio de 1968 se negociaban en aquel mercado *veintiún millones de acciones en una sólo jornada*. El grado de confusión y el número de errores materiales cometidos por los agentes de Bolsa, así como los costes de sus servicios comenzó a multiplicarse de forma indeseable, con consecuencias muy dañinas para todo el mercado<sup>2</sup>. Esta situación fue denominada «*crisis del papel*» e hizo pensar en la necesidad de crear un sistema alternativo al sistema cartular o títulos-valores.

### III. EL CAMBIO DE REGIMEN JURIDICO: LA SUSTITUCION DEL SISTEMA DE TITULOS-VALORES POR EL SISTEMA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

4.—La respuesta del legislador ha ido a la raíz del problema. Si las dificultades vienen dadas por la materialidad de los títulos-valores, la solución más acertada exige sustituir los títulos por una forma inmaterial de representación de los valores. El fenómeno jurídico perseguido es la *desmaterialización* de los valores o *desincorporación* del derecho respecto del título; la nueva figura resultante son los *valores registrados* o *valores anotados en cuenta*.

El régimen jurídico de los valores anotados es riquísimo. Nosotros nos vamos a centrar en la compraventa bursátil de los valores, que es, sin duda, el núcleo de éste régimen, pues la vocación sustitutiva del sistema de los valores anotados respecto del sistema cartular se explica en la urgencia por hallar un nuevo cauce, que, con la misma eficacia con que antaño lo hicieron los títulos-valores, permita instrumentar de un modo ágil y seguro la transmisión de la riqueza mobiliaria. Misión ésta, por cierto, que, hasta la fecha, están cumpliendo con éxito los valores anotados.

---

<sup>1</sup> Cuestión ésta de la que nos hemos ocupado en otro lugar (*vid.*, con más indicaciones, MARTINEZ-ECHEVARRIA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, págs. 35 y ss.).

<sup>2</sup> *Vid.* CUESTA RUTE, J. M.<sup>o</sup> DE LA, *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972, págs. 291 a 293.

Nuestro análisis de la compraventa bursátil de valores se puede dividir en tres puntos. El primero de ellos nos lleva a reparar en cuál será el **objeto de la compraventa**, esto es, **los valores**<sup>3</sup>. En segundo lugar, debemos hacer algunas aclaraciones acerca de las **peculiaridades del mercado bursátil**, que es el marco en el que se va a perfeccionar el contrato<sup>4</sup>. La tercera cuestión, y la más delicada, consiste en la **estructura del acto transmisivo** de la propiedad sobre los valores<sup>5</sup>.

#### IV. EL OBJETO DE LA COMPRAVENTA BURSÁTIL: LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA

5.—Por consiguiente, la primera pregunta que nos formulamos es: ¿a qué valores nos referimos cuando hablamos de transmisión bursátil de valores? Podríamos responder bien desde el punto de vista objetivo o bien desde el punto de vista formal. Pero sólo llegaremos al fondo de la cuestión si atendemos conjuntamente ambos enfoques, pues nuestro ordenamiento ha dispuesto que la Bolsa es un mercado secundario en el que se negocian determinados *tipos de valores*, en tanto en cuanto estén representados en *forma de anotaciones en cuenta*<sup>6</sup>.

##### 1. Componente sustantivo

6.—Desde el **enfoque sustantivo**, podemos afirmar que la realidad sobre la que recae la contratación bursátil son los **valores negociables**. Los valores negociables constituyen una nueva categoría jurídica, introducida también por la LMV de 1988, que, sin poder detenernos en su análisis, cabría decir que han venido a sustituir a la figura de los valores mobiliarios. La LMV no los define. Posteriormente, una de sus normas de desarrollo, el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, en su artículo 2.1.f) viene a concebirlos como un «*derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera*». El propio artículo 2 del RD 291/1992 complementa esta cláusula tan genérica con dos enumeraciones. Una referida a instrumentos que **no se consideran valores negociables**, como es el caso de las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada, las cuotas de sociedades colectivas y comanditarias simples o las aportaciones al capital de sociedades de garantía recíproca (art. 2.2 RD 291/1992). En la otra enumeración —*numerus apertus*— se hace mención de aquéllos que **sí se consideran valores negociables**.

<sup>3</sup> Vid. *infra* § 4.

<sup>4</sup> Vid. *infra* § 5.

<sup>5</sup> Vid. *infra* § 6.

<sup>6</sup> Art. 29 RD 116/1992 —que restringe lo dispuesto en art. 46 LMV— y DA 1.º 5 LSA.

Aquí se encuentra el objeto de nuestro interés: las *acciones de sociedad anónima* —que integran el mercado de renta variable— y las *obligaciones y otros valores análogos de renta fija*, que podrán ser emitidos tanto por entidades privadas, como públicas y semi-públicas y negociados también en las Bolsas<sup>7</sup>.

7.—Antes de pasar al comentario de la configuración formal de los valores negociados en Bolsa querríamos hacer una observación que nos parece importante y que no podremos hacer una vez conocida su forma de representación. Se trata de subrayar que, en principio, el **contenido de los valores negociados en el mercado bursátil consiste en derechos de naturaleza obligacional, básicamente derechos de crédito** —cuya exigibilidad, en consecuencia, es eficaz tan sólo *inter partes*—. El régimen de su transmisión, en tal caso, sería el contenido en los artículos 1526 a 1536 del Código civil —reguladores de la «cesión de créditos y demás derechos incorporales»<sup>8</sup>— y en los artículos 347 y 348 del Código de Comercio. Pero dejemos aquí apuntada esta idea, para volver sobre ella más adelante.

## 2. Componente formal

8.—Desde una **perspectiva formal**, todos los valores admitidos a negociación en el mercado bursátil son **valores anotados en cuenta**. El artículo 46 LMV dejaba abierta la posibilidad de una negociación marginal de títulos-valores en las Bolsas, pero el RD 116/1992, de 14 de febrero, en su artículo 29, impone la anotación en cuenta de todo valor cotizado en este mercado secundario<sup>9</sup>.

9.—La anotación en cuenta es una forma de **representación registral** de los valores negociables. La publicidad material y formal de que se encuentran revestidos los registros de valores anotados en cuenta permite que toda la comunidad jurídica conozca la titularidad sobre esos valores y no sólo la titularidad, sino también otro tipo de circunstancias que puedan afectar a los valores, como la constitución de un derecho de prenda sobre ellos, o de un usufructo, o una anotación preventiva de embargo...y, especialmente, la transmisión del derecho de propiedad sobre ellos por título de compraventa.

---

<sup>7</sup> Vid. MARTINEZ-ECHEVARRIA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, cit., págs. 248-249.

<sup>8</sup> Vid. PANTALEON PRIETO, F., «Cesión de créditos», en *Anuario de Derecho Civil*, 1988, Tomo XLI, fascículo IV, págs. 1033 y ss. y «Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código civil», en PAZ-ARES RODRIGUEZ, J. C./ DIEZ-PICAZO PONCE DE LEON, L./ BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dir.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, 2.ª ed., Madrid, 1993, págs. 1.019 y ss.

Vid. las distintas concepciones de cesión de crédito recogidas en PASTORE, D., «Riflessioni a proposito di struttura e causa della cessione di credito», en *Rivista del Diritto commerciale*, enero-febrero, 1998, págs. 65 y ss.

<sup>9</sup> Vid. FERNANDEZ-ARRESTO, J./ DE CARLOS BERTRAN, L., *El Derecho del Mercado financiero*, Madrid, 1992, pág. 523.

De este modo se puede predicar que la titularidad sobre los valores anotados es una titularidad **exigible erga omnes** y, como veremos, se posibilita así que el régimen aplicable a la transmisión de valores anotados sea el régimen de los derechos reales. El legislador ha perseguido que en el sistema de anotaciones en cuenta, sin que haya *reificación* o *incorporación* del derecho, se produzca el mismo fenómeno que en el sistema de títulos-valores, es decir, que en el **régimen jurídico de los valores anotados se integren normas y principios propios de los derechos reales**. Podemos retomar en este punto la idea que habíamos dejado en el aire: subrayábamos que el substrato de los valores negociables es un *derecho de contenido obligacional* y nos preguntábamos si su transmisión se verificaría vía *cesión de créditos*. Ahora podemos afirmar que no: la transmisión de los valores anotados en cuenta sigue los cauces de la teoría del título y el modo y, en su modalidad bursátil, el título o *iusta causa* de la transmisión será siempre la compraventa.

10.—Pero todavía hay más aspectos que nos interesan de la dimensión formal de los valores. En sentido técnico, los registros de valores anotados se configuran como registros **contables**, cuya llevanza o gestión está **informatizada**.

El **carácter contable de estos registros** tiene como consecuencia que los valores pasan a recibir el *mismo tratamiento que el dinero bancario*. El titular de valores anotados, en rigor, es titular de una cuenta de valores, que, en cierta medida es *semejante a una cuenta bancaria de dinero*. Sus nuevas adquisiciones de valores se traducen en **abonos** de valores en su cuenta. Las ventas que el titular efectúa, dan lugar a **cargos** de valores en la cuenta. Y, en definitiva, lo que a este sujeto le interesa es el **saldo de valores anotados en su cuenta**.

La **informatización** hace posible que las distintas Entidades encargadas de los registros de valores se entrelacen unas con otras, por medio del **Sistema de Interconexión Bursátil**. Si pensamos en el contrato de compraventa, la conexión electrónica de los registros es fundamental, pues permite que se realicen **transferencias contables de valores**, que es uno de los elementos esenciales de la transmisión, exigido por el artículo 9 LMV.

## V. EL MERCADO BURSÁTIL, COMO MARCO DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE VALORES: PECULIARIDADES ESTRUCTURALES

11.—El segundo de los puntos que integra nuestro análisis nos lleva a destacar **algunas peculiaridades estructurales del mercado bursátil**, como marco del contrato, que inciden en el régimen de este tipo específico de compraventa.

El mercado bursátil intenta aproximarse a ese concepto, casi ideal, del que hablan los economistas, que es el *«mercado perfecto»*. De ahí el grado de cuidado y detalle —e, incluso, cierta rigidez— con que se encuentra diseñado.

12.—A este respecto hay dos cuestiones que nos interesa comentar. Por un lado, la existencia de una clara y definida estructura del mercado, en la que juegan un papel importante sus **órganos rectores** —que velan por la transparencia informativa, el cumplimiento de las normas de disciplina y la correcta formación de los precios—. Por otro lado, que el **número de sujetos que pueden operar en el mercado está tasado**. Ésta es una forma de reducir las desviaciones o rozamientos en un mercado que, como hemos dicho, se pretende que sea perfecto. Esos sujetos que gozan de exclusividad para operar en las Bolsas y que, en consecuencia, se convierten en intermediarios de toda la operativa negocial sobre los valores, son los así llamados **miembros de las Bolsas**, contemplados en el artículo 70 LMV. Sólo pueden alcanzar la condición de miembros de una Bolsa aquellas entidades que previamente se hayan constituido como Sociedad de Valores o como Agencia de Valores, figuras éstas cuya regulación se encuentra en el Título V de la LMV. No es de extrañar que el legislador haya querido que sean estas mismas Entidades las que se ocupen de la llevanza de los registros de valores anotados en cuenta<sup>10</sup>. De este modo se concentra en un sólo tipo de sujetos todo cuanto es necesario para que funcione el tráfico contractual sobre los valores.

13.—Hechas estas aclaraciones y prestando siempre atención al interés que nos concierne, podríamos trazar un esquema simplificado del mercado bursátil ordenando piramidalmente los elementos que intervienen en la compraventa de valores.

En la *base de la pirámide* se encuentra el **público inversor**, que, por no estar cualificado para intervenir directamente en las operaciones, deberá actuar como cliente de las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa, dándoles a ellas sus órdenes de compra o venta de valores. Como el público inversor no forma parte de la estructura del mercado, podríamos decir que no constituye ni siquiera el primer escalón de la pirámide, sino, tan sólo, el suelo firme, el terreno sobre el que ésta se erige.

El *primer escalón* está integrado por los **miembros de las Bolsas**. Reciben las órdenes de los inversores y las lanzan al mercado, para que las demás **Sociedades y Agencias** atiendan sus ofertas de venta o den respuesta a sus demandas de compra. La actuación de estos intermediarios podría ser desordenada si no existiese alguna instancia superior a ellos, que coordine la negociación global.

En efecto, podemos hablar de un *segundo escalón* en el que situamos las **Sociedades Rectoras de las Bolsas** —que se ocupan de la organización y funcionamiento interno de cada una de las cuatro Bolsas nacionales— y el **Servicio de Compensación y Liquidación de Valores** —que, concebido como un registro central de anotaciones en cuenta, es quien coordina la actividad de los miembros de la Bolsa y hace posible la conexión de las distintas órdenes de compra y venta.

---

<sup>10</sup> Art. 71.g) LMV.

En la *cúspide de la pirámide* se encuentra la **Sociedad de Bolsas**, que gestiona el **Sistema de Interconexión Bursátil**, a través del cual es posible la negociación de valores de plaza a plaza, la unión de las distintas Bolsas españolas.

## VI. LA ESTRUCTURA DEL ACTO TRANSMISIVO EN LA COMPRAVENTA BURSÁTIL DE VALORES

14.—Pasemos al que concebíamos como tercer punto del análisis de la compraventa bursátil de valores: **la estructura del propio acto transmisivo.**

Los artículos 36 y 37 LMV nos permiten hacer una diferenciación al hablar de las transmisiones que se realicen en los mercados bursátiles. El artículo 36 LMV, por medio del término específico «operaciones» tipifica o hace referencia a las transmisiones por título de compraventa, concertadas con la intervención obligatoria de, al menos, un miembro de la Bolsa y que tengan por objeto valores admitidos a cotización en el mercado. Frente a ellas, el artículo 37 LMV habla de simples **transmisiones**, para referirse a aquéllas que se concierten por título distinto a la compraventa, teniendo también por objeto valores admitidos a cotización en Bolsa. Estas transmisiones del artículo 37 rompen con la lógica inspiradora del mercado de valores, pero están contempladas por su régimen para dar cabida a supuestos especiales —como la sucesión *mortis causa* o la donación— u otro tipo de circunstancias, que, en cualquier caso, se quiere que tengan carácter de excepción.

Nuestra atención se centra, por tanto, en las «operaciones bursátiles» del artículo 36 LMV. Hemos visto que la Ley exige que siempre concurren en ellas dos requisitos. El primero es que se concierten por **título de compraventa**. Esta es una concreción del *principio de seguridad en el tráfico*, ajustado a las necesidades del mercado bursátil. Las características del mercado bursátil —como son el elevado número diario de transmisiones, la fijación de unos precios de cotización y, especialmente, la constante difusión de información— reclaman que los contratos que en él se realicen lleven consigo la adquisición de la titularidad dominical plena, revistiéndose así las transmisiones de una mayor certeza o irreversibilidad. Por el contrario, si parte de la operativa se realizase por títulos distintos a la compraventa —como el arrendamiento o el usufructo—, sería muy difícil determinar un precio homogéneo de cotización para cada valor.

El segundo de los requisitos previstos por el artículo 36 para toda operación bursátil es la necesidad de que intervenga, al menos, **un miembro de la Bolsa**. Esta exigencia de participación de, al menos, un miembro de la Bolsa, permite hablar de distintos tipos de **compraventa bursátil** en función de que la participación del miembro sea mayor o menor:

- cabe, en primer lugar, que intervengan dos miembros del mercado —este podríamos decir que es el tipo básico contractual, en el que un miembro actúa

- en representación de la parte compradora y el otro en representación de la vendedora—;
- es posible, en segundo lugar, que el contrato se celebre entre un miembro del mercado y una persona que no tenga esa condición;
  - una tercera posibilidad consiste en que intervengan dos personas que no tienen la condición de miembros del mercado, pero que contratan con la mediación de un miembro del mercado<sup>11</sup>;
  - cabe, por último, que contraten directamente entre sí dos personas no miembro de la Bolsa, que comunican *a posteriori* la operación a un miembro del mercado —se denominan operaciones con *toma de razón*—<sup>12</sup>.

15.—En cualquier caso el cauce que seguirá una operación bursátil va a ser el establecido en el artículo 609 del Código civil: la **teoría del título y el modo**. Es necesario que concurra una *iusta causa traditionis* o negocio causal —en nuestro caso siempre será una compraventa—, seguida de una *traditio* o modo transmisorio.

16.—Las especificidades que acompañan al **negocio causal** o contrato de compraventa se centran más en la forma, que en el fondo. El artículo 44 LMV dispone que «el Gobierno, con el fin de proteger el interés de los inversores y el buen funcionamiento de los mercados, podrá (...) regular los **documentos acreditativos** de la ejecución de las operaciones en los mercados secundarios oficiales». Resulta chocante que en esta ocasión, como en otras, el sistema de anotaciones en cuenta no haya podido deshacerse de *lastres documentales*, que gravan la agilidad de la operativa bursátil. En este punto entran en conflicto intereses contrapuestos. De un lado, la celeridad del tráfico, que se ha potenciado con la desmaterialización de los valores y la informatización de la operativa. Pero, por otro lado, resulta comprensible que el legislador se resista a prescindir de la constancia documental, a la que se pueda recurrir para el esclarecimiento de ulteriores situaciones litigiosas.

Quizá por este motivo el desarrollo reglamentario del artículo 44 LMV ha llegado a una solución de compromiso entre la agilidad y la certeza. Como primera medida, el artículo 37 del RD 116/1992, guardó silencio, sin decir nada acerca de la necesidad de recoger por escrito el consentimiento de las partes en las operaciones bursátiles. Pero, más tarde, el RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, formula indicaciones precisas en sus artícu-

---

<sup>11</sup> Son éstas las llamadas *aplicaciones*, contempladas con más detalle en el art. 2 RD 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.

<sup>12</sup> Vid. art. 1 RD 1416/1991; art. 8 OM de 5 de diciembre de 1991, sobre operaciones bursátiles especiales.

los 8, 14 y 15. Y, así, en el artículo 8.3 se llega a permitir que las órdenes de los clientes a los miembros del mercado se transmitan por vía telefónica, enviando después una confirmación escrita, siendo admisibles medios como «telex, fax u otros similares».

17.—Cubierta la fase negocial o de manifestación de la voluntad, se presenta ante nosotros el aspecto más complejo que, desde el punto de vista dogmático, puede ofrecer la compraventa bursátil: **la tradición de los valores**.

Mientras que no se haya verificado la tradición, no tendrá lugar **mutación jurídico real en la titularidad** sobre los valores objeto de compraventa. Nos encontraríamos ante una relación meramente obligacional, con eficacia tan sólo *inter partes*, si bien parte esencial del contenido de ese vínculo obligacional consiste en la facultad del comprador de exigir al vendedor que culmine el modo transmisorio. En el momento en que el transmitente cumple con la *traditio*, el adquirente deviene propietario de los valores.

18.—Ahora bien, ¿cómo se cumple con la obligación de *entrega* cuando la naturaleza del bien que debe ser entregado es tan singular como los valores anotados en cuenta?

En el régimen de los títulos-valores se resuelve esta circunstancia por medio de la ficción o metáfora de la incorporación del derecho al título. La existencia de un elemento material, que es el título de papel, permite completar el expediente de la tradición.

Pero, actualmente, la transmisión bursátil es transmisión de valores anotados y éstos no son susceptibles de entrega material. El legislador no ha querido recurrir a ningún artificio, como la incorporación, que introduciendo un elemento material en el sistema de anotaciones pudiese reproducir la «crisis del papel». Como hemos dejado dicho, es la **publicidad del registro de anotaciones** la que permite hacer valer *erga omnes* la titularidad sobre los valores y la **transferencia contable** de una cuenta a otra, en cuanto cambio de esa titularidad registral, equivale a la entrega material de los valores, hace las veces de *traditio*, ha sido constituida por el legislador como el **modo transmisorio específico para la compraventa de valores anotados**.

Es el artículo 9 LMV el que dispone que la transmisión de valores anotados en cuenta «tendrá lugar por transferencia contable» y añade que «la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos». Es decir, el *momento en el que se produce la tradición* es aquél en el que tenga lugar la *inscripción* de la transmisión en la cuenta de valores del adquirente.

19.—El artículo 9 LMV hace una referencia explícita al régimen de los títulos-valores, al comparar la «inscripción de la transmisión» con la «tradición de los títu-

los». Sin embargo, esto no nos debe hacer pensar que la transferencia contable de valores es una forma evolucionada de la entrega de los títulos. La entrega del documento en el régimen de los títulos-valores sí que es una forma ficticia o evolucionada de cumplir con la tradición de la cosa. Pero la mención del artículo 9 al régimen de los títulos no nos debe animar a engarzar un nuevo eslabón en la cadena de artificios. El segundo inciso del artículo 9.1 LMV no quiere significar **más** que lo que dicen sus palabras —que leemos de nuevo— «la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos».

Algunos autores han querido rizar el rizo y, sobre la base de la metáfora de la incorporación del derecho al título, postulan que en los valores anotados hay una incorporación desmaterializada, o una incorporación no documental, o hablan de los valores anotados como títulos incorporados a soportes informáticos o como formas de documentación electrónica.

El arquitecto LE CORBUSIER afirmó que era preciso limpiar de hojarasca las fachadas de los edificios. Con esta referencia metafórica a los relieves de los edificios góticos y a las formas ornamentales modernistas defendía la sencillez de líneas del estilo arquitectónico que él desarrolló. En nuestro caso, quizá no utilizamos un lenguaje figurado si decimos que es preciso limpiar de hojarasca el régimen de los valores anotados y romper con su asimilación a los viejos títulos-valores. Debemos conectar el régimen de la compraventa bursátil directamente con la dogmática de los derechos reales.

20.—Llegados a este punto, la transferencia contable se nos presenta como el **núcleo de la compraventa bursátil**. Esto ha dado paso, dentro del régimen de este contrato, a la aplicación analógica de normas reguladoras de la transferencia bancaria y a toda la doctrina vertida por el Derecho bancario sobre la operación de transferencia: el pacto de transferencia, la puesta a disposición y la aceptación —como distintos momentos que integran la operación unitaria de abono—, etc <sup>13</sup>...

21.—Dijimos al comienzo de estas líneas que el régimen de los valores anotados era riquísimo. Igual riqueza hemos visto que se puede predicar de esta parcela de ese régimen, que es la compraventa de valores en el mercado bursátil.

22.—Queríamos terminar con el comentario de una idea que ha aparecido como telón de fondo de cada uno de los párrafos de nuestra intervención. Todavía prima en la lógica iusprivatista, como uno de sus principios fundamentales, la separación entre derechos reales y derechos de obligación, que, en su clasificación sistemática del Derecho civil, hiciera SAVIGNY. Pero cada vez son más las ocasiones en las que se produ-

---

<sup>13</sup> Acerca de la traslación de principios de Derecho bancario al ámbito de la transmisión de valores, vid. MARTINEZ-ECHEVARRIA y GARCIA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, cit., págs. 116 y ss.

cen intromisiones de normas del ámbito de los derechos reales en el de los derechos de obligaciones. El régimen de los títulos-valores ha dejado tras de sí un rastro que en ocasiones nubla la frontera entre estos dos sectores del ordenamiento privado. Todavía ha sido mayor la violencia con que el régimen de los valores anotados en cuenta hace incursiones en uno y otro territorio. Algunas voces autorizadas de nuestra doctrina han llamado la atención sobre el hecho. El civilista DE LOS MOZOS afirma que «una separación tajante entre derechos reales y derechos de obligación se halla (...) superada, no sólo en la praxis, sino también a nivel dogmático»<sup>14</sup>. En íntima relación con el tema que nos ha ocupado hoy, ROJO, comentando el régimen de la Deuda Pública anotada, afirma que «la aplicación de los principios de los títulos-valores a los derechos-valores deja al descubierto la relatividad (...) de la distinción entre derechos de crédito y derechos reales»<sup>15</sup>.

Ponemos término a estas palabras cuando, al cerrar el análisis de la compraventa bursátil, se nos sugieren otras interesantes relaciones, como la **oponibilidad de la transmisión tras su inscripción en el registro de valores** o la **irrevindicabilidad de los valores anotados en cuenta**, en las que nuevamente se entrelazan principios de los derechos reales en torno a una relación obligacional.

Muchas gracias por su atención.

---

<sup>14</sup> Cfr. DE LOS MOZOS Y DE LOS MOZOS, J. L., «Crisis del principio de abstracción y presupuestos romanistas de la adquisición del dominio en el Derecho español», en *Anuario de Derecho Civil*, 1982, Tomo XXV, fascículo IV, pág. 1028, nota 2.

<sup>15</sup> CFR. ROJO FERNANDEZ-RIO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador», en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pág. 109.