

Rd. 134210

TE
1075

ALFONSO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS



UNIVERSIDAD COMPLUTENSE



5311771760

**SOBRE EL CONCEPTO, NATURALEZA Y RÉGIMEN
JURÍDICO DE LOS VALORES MOBILIARIOS
ANOTADOS EN CUENTA**

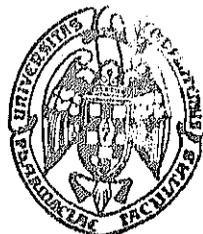
TESIS DOCTORAL DIRIGIDA POR EL
PROF. DR. D. FERNANDO SÁNCHEZ CALERO
CATEDRÁTICO DE DERECHO MERCANTIL



UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

1995

DONATIVO



BIBLIOTECA
DE DERECHO

AGRADECIMIENTOS

Este capítulo de agradecimientos será, quizá, el único de mi tesis que haya escrito sin la ayuda que, de un modo u otro, me han ofrecido todas las personas -y tantas otras más- que en él voy a mencionar.

Quiero agradecer a D. Fernando Sánchez Calero su labor de dirección al frente de este trabajo doctoral y espero que el resultado de mi estudio no haya quedado mucho más atrás de lo que me hubiese gustado evitar.

Guardo un recuerdo de especial reconocimiento para el Prof. Vito M. Mangini, Ordinario de la asignatura de *Diritto commerciale* en la Universidad de Bolonia y entonces Director del Istituto Giuridico "Antonio Cicu", quien me acogió durante mi estancia en aquella Universidad, facilitó mi acceso a la doctrina italiana y me obsequió con su tiempo y sus aportaciones.

Los Profesores Titulares de la Universidad Complutense de Madrid Juan Sánchez-Calero Guilarte y Alberto Javier Tapia Hermida se han mostrado siempre a mi disposición durante este tiempo, en ocasiones, adelantándose incluso a mis solicitudes.

También quiero expresar mi gratitud a Cándido Paz-Ares Rodríguez, Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid, de quien recibí un excelente curso sobre "Documentación y transmisión de acciones" y a cuyo consejo pude acudir repetidas veces.

En Jesús Alfaro Águila-Real, Profesor Titular de la Universidad Autónoma de Madrid, he encontrado un modelo de universitario; de él he recibido ayuda, asesoramiento científico y un trato que excede con mucho lo que se entiende por cortesía académica.

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

Sería inútil intentar enumerar todo cuanto debo a Antonio y a Mauricio Troncoso y Reigada; con ellos trabé especial amistad en la Universidad de Colonia en nuestros tiempos de estudiantes universitarios; me han precedido en el doctorado y

siempre he encontrado en ellos apoyo y fuente cercana de experiencia.

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

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

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

Martínez-Echevarría Ortega, Inspector de Finanzas del Estado.

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

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

SUMARIO

AGRADECIMIENTOS	v
SUMARIO	ix
ABREVIATURAS	xi
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO PRELIMINAR.	
Los derechos incorporados a títulos y la crisis de los títulos-valores.	9
CAPÍTULO I	
El proceso de desincorporación de los valores. <i>Sistemas correctores y sistemas sustitutivos.</i>	33
CAPÍTULO II	
La desincorporación de los valores en el modelo del Derecho español.	65
CAPÍTULO III	
Los registros contables de valores anotados en cuenta.	124
CAPÍTULO IV	
Concepto de valor anotado en cuenta.	198

CAPÍTULO V

Naturaleza jurídica de los valores anotados en cuenta. 264

CAPÍTULO VI

Constitución de los valores anotados en cuenta. 326

CAPÍTULO VII

La legitimación registral para el ejercicio de los derechos. 380

CAPÍTULO VIII

Transmisión de los valores anotados en cuenta. 426

CAPÍTULO IX

Constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados en cuenta. 552

CAPÍTULO X.

Conclusiones. 620

BIBLIOGRAFÍA 664

ÍNDICE 717

ABREVIATURAS

<i>AAMN</i>	Anales de la Academia Matritense del Notariado.
<i>AC</i>	Actualidad Civil.
<i>AcP</i>	Archiv für die civilistische Praxis.
<i>ADC</i>	Anuario de Derecho Civil.
<i>AG</i>	Allgemeine Gemeinschaft.
<i>AT</i>	Actualidad Tributaria.
<i>BankA</i>	Bank-Archiv.
<i>BBTC</i>	Banca Borsa e Titoli di Credito.
<i>BEE</i>	Boletín de Estudios Económicos.
<i>Betr.</i>	Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft.
<i>BOE</i>	Boletín Oficial del Estado.
<i>BORME</i>	Boletín Oficial del Registro Mercantil.
<i>CCAA</i>	Comunidades Autónomas.
<i>CCDVT</i>	Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres.
<i>C. ci.</i>	Código civil.
<i>CCJC</i>	Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil.
<i>C. co.</i>	Código de comercio.
<i>CCS</i>	Central Certificate Service.
<i>CDC</i>	Cuadernos de Derecho y Comercio.
<i>Contratto e impresa</i>	Contratto e impresa: Dialoghi con la giurisprudenza civile e commerciale
<i>CNMV</i>	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
<i>CREDF</i>	Civitas. Revista Española de Derecho Financiero.
<i>D</i>	Decreto.
<i>DA</i>	Disposición Adicional.
<i>DD</i>	Disposición Derogatoria.
<i>DVP</i>	Delivery versus payment.

<i>Dir. banca merc. fin.</i>	Diritto della Banca e del Mercato Finanziario.
<i>DF</i>	Disposición Final.
<i>DN</i>	Derecho de los Negocios.
<i>DT</i>	Disposición Transitoria.
<i>Giur. comm.</i>	Giurisprudenza Commerciale.
<i>HM</i>	La Hoja Mercantil.
<i>ICE</i>	Información Comercial Española.
<i>IF</i>	Innovazione finanziaria.
<i>impresa</i>	Per il Consulente della Impresa.
<i>Jour. Soc.</i>	Journal des Sociétés. Civiles et Commerciales. Revue Pratique de Giurisprudence de dottrine et de legislation (es continuada por la Revue des sociétés).
<i>LA LEY</i>	LA LEY, Revista jurídica española de Doctrina, Jurisprudencia y Bibliografía.
<i>LCC</i>	Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque.
<i>LH</i>	Texto refundido de la Ley Hipotecaria, aprobado por Decreto de 8 de febrero de 1946.
<i>LHM</i>	Ley de 16 de diciembre de 1954, de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento de Posesión.
<i>LMV</i>	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
<i>LO</i>	Ley Orgánica.
<i>LSA</i>	Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.
<i>MC</i>	Moneta e credito.
<i>NYSE</i>	New York Stock Exchange.
<i>OM</i>	Orden Ministerial.
<i>PEE</i>	Papeles de Economía Española.
<i>RCAG</i>	Revista del Colegio de Abogados de Granada.
<i>RCDI</i>	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario.
<i>RD</i>	Real Decreto.

<i>RDBB</i>	Revista de Derecho Bancario y Bursátil.
<i>RDCiv</i>	Rivista di Diritto Civile.
<i>RDComm</i>	Rivista del Diritto Commerciale et del Diritto Generale delle Obligazione.
<i>RDM</i>	Revista de Derecho Mercantil.
<i>RDN</i>	Revista de Derecho Notarial.
<i>RDP</i>	Revista de Derecho Privado.
<i>RdS</i>	Rivista della Società.
<i>Rev. dr. banc.</i>	Revue de Droit Bancaire.
<i>Rev. Soc.</i>	Revue des Sociétés (continuación del Journal des Sociétés).
<i>RGD</i>	Revista General de Derecho.
<i>RH</i>	Reglamento para la ejecución de la Ley Hipotecaria de 8 de febrero de 1946, aprobado por Decreto de 14 de febrero de 1947.
<i>RIW</i>	Recht der Internationalen Wirtschaft. (Aubenwirtschaftsdienst des Betriebs).
<i>RRM</i>	Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por Real Decreto 1597/1989, de 29 de diciembre.
<i>RTD com.</i>	Revue Trimestrielle de Droit Commerciale et de Droit Économique.
<i>RTDPC</i>	Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile.
<i>RVDPP</i>	Revista Valenciana de Deuda Pública Palau.
<i>SAG</i>	Die Schweizerische Aktiengesellschaft (es continuada por Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht).
<i>SCLV</i>	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
<i>SEGA</i>	Schweizerische Effekten-Giro Allgemeine Gemeinschaft.
<i>Sem. Jur.</i>	La Semaine Juridique.
<i>SEPON</i>	Stock Exchange Pool Nominee.
<i>SICOVAM</i>	Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières.

<i>SJZ</i>	Schweizerische Juristen- Zeitung.
<i>SSF-PEE</i>	Suplementos sobre el Sistema Financiero, de Papeles de Economía Española.
<i>TALISMAN</i>	Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers.
<i>TAURUS</i>	Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock.
<i>WM</i>	Wertpapier-Mitteilungen.
<i>ZBJ</i>	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins.
<i>ZGR</i>	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht.
<i>ZKW</i>	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen.

INTRODUCCIÓN.

INTRODUCCIÓN.

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

No podemos decir que se haya producido quiebra alguna en esta figura, a raíz de la cual hubiese iniciado su declive. Tampoco puede observarse en la evolución de estos instrumentos un

¹ Comenta SÁNCHEZ CALERO cómo "la difusión de los títulos valores en el tráfico dió lugar a la elaboración de una acabada doctrina, de la que los mercantilistas se sentían orgullosos" (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", en VERDERA Y TUELLS, E. (dir.), *El nuevo mercado de valores*, Bolonia, 1993, pág. 92). En esta línea observa OLIVENCIA (en "La incorporación del derecho al título y su desincorporación. [Análisis histórico dogmático]", en VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pág. 16) que "fue la innovación de la que los mercantilistas modernos se sienten más ufanos". Comenta OLIVENCIA que RIPERT "llega a atribuir a este «invento maravilloso» más importancia que la que supuso la máquina de vapor en la producción industrial" y que ASCARELLI juzga que son los títulos "la contribución más influyente del Derecho mercantil a la formación de la economía moderna".

periodo en el cual hayan empezado a caer en desuso, viéndose amenazados de morir en el olvido ². Muy al contrario, las ventajas ofrecidas por la cartularización de los derechos y la perfección técnica de su concepción han hecho que, desde su nacimiento, la utilización de los títulos-valores en el tráfico haya sido cada vez más creciente. Este crecimiento alcanzó un punto crítico, en el cual los problemas originados por la profusión de los títulos en el mercado fue causa de que se cuestionara la conveniencia de su existencia. Esta situación paradójica, en la cual el principal problema con el que se enfrentaban los títulos-valores no era otro sino su propio éxito, fue conocida como la *crisis del papel*.

Junto a la crisis aparecieron las primeras soluciones, que, desde algún punto de vista, podrían considerarse transitorias y que la doctrina ha convenido en calificar como *sistemas correctores* ³. Pero la *corrección* llevada a cabo por estos

² Más bien, los títulos-valores han sido víctimas de su propio éxito (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 92).

Vid. *infra* Capítulo Preliminar, Epígrafe 2..

³ Esta etapa se corresponde en España con el denominado *sistema de fungibilidad*, establecido por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en bolsa

sistemas trajo consigo algunas *incorrecciones* ⁴ y situaciones faltas de coherencia ⁵.

El estado al que había llegado la cuestión resultaba muy insatisfactorio y se dejaba sentir la necesidad de nuevas soluciones. En este punto aparecen los llamados *sistemas sustitutivos*. Sustitutivos porque rompen con la idea de *corregir* las desviaciones a las que había llegado el itinerario seguido por los títulos-valores y optan por "sustituir" aquello que consideran la causa de esas desviaciones: el elemento material del título-

y de depósito de valores mobiliarios (*vid.* sobre el particular GARRIGUES, J., *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974; igualmente, *vid. infra* II.1.2.)).

⁴ Así, por ejemplo, la exigencia de este sistema de tratar como fungibles a los títulos nominativos que quieran entrar dentro de él. Esto choca frontalmente con la condición de los títulos nominativos, cuya razón de ser es la individualización y no la fungibilidad.

⁵ Así merece calificarse el hecho de que el título, que es un instrumento de movilización, nazca ahora para permanecer inmovilizado (*vid.* MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", en *RDBB*, 1990, n° 37, pág. 78). Incoherente resultaba -y resulta- también la situación final a la que se había llegado, en la cual, para documentar un sólo derecho eran necesarios dos títulos: en primer lugar, el título-valor al que se incorporaba el derecho y, en segundo lugar, el certificado por el cual se acreditaba el depósito del título-valor en la entidad correspondiente (*vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores", en *RCDI*, 1989, n° 593, pág. 1217).

valor, el papel. Surgen así, por contraposición con el término títulos-valores, los derechos-valores, concebidos como derechos no encartados que cumplen idéntica función que los títulos de inversión ⁶. No podemos decir que la era de los títulos-valores se haya de dar por cerrada ⁷, pero lo cierto es que los derechos-valores han abierto su era desplazando ostensiblemente de lugar a los títulos-valores ⁸. En nuestro Derecho esta figura encuentra su reflejo en los valores anotados en cuenta, que ya entraron en nuestro ordenamiento con el RD 1849/1981, de 20 de agosto, por el que se acordó la emisión de Deuda del Tesoro, interior y amortizable ⁹, pero que han

⁶ Tal concepción de los derechos-valores corresponde a CANARIS, corrigiendo a OPITZ -quien utilizó y definió por primera vez el término *Wertrechte*, derechos-valores-. Vid. EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", en *RDM*, 1982, n° 163, págs. 84 y 85 y nota 290.

⁷ Por el contrario, nuestra más moderna normativa en esta materia sigue contemplando la existencia y la necesidad de los títulos-valores: arts. 51 y 52 del RD 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas; art. 5 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores.

⁸ Especialmente dentro de la categoría de los títulos de inversión.

Acerca de este particular, vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)", en *VV. AA., Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil*, Madrid, 1979, págs. 217 y ss..

⁹ Que se acogió para ello a la autorización contenida en el art. 24.1.1° de la Ley 74/1980, de 29 de diciembre, de Presupuestos de Estado para 1981.

tomado forma definitiva con los arts. 5 a 12 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

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

CAPÍTULO PRELIMINAR.

LOS DERECHOS INCORPORADOS A TÍTULOS Y LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES.

1. El porqué o razón de ser de la incorporación de los derechos a los títulos-valores. 2. La crisis de los títulos-valores. 2.1. La crisis de los títulos-valores. Los riesgos y problemas del papel -riesgos y problemas de la incorporación, en último término-. 2.2. Análisis dogmático de la crisis de los títulos-valores.

CAPÍTULO PRELIMINAR.
LOS DERECHOS INCORPORADOS A TÍTULOS
Y LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES.

1. EL PORQUÉ O RAZÓN DE SER DE LA
INCORPORACIÓN DE LOS DERECHOS A LOS TÍTULOS-
VALORES.

En la Edad Media el foco de la riqueza se desplazó de la propiedad de la tierra, o riqueza inmobiliaria, hacia los valores alternativos que ofrecía la economía burguesa, fundamentada en la riqueza mobiliaria -las mercaderías, la moneda, el crédito- ¹⁰. Comenzó a sentirse el desfase que se había producido entre la realidad del tráfico jurídico y los instrumentos de que disponía el Derecho para ponerlos al servicio de éste.

La transmisión y circulación ágil y segura del derecho de crédito se veía dificultada por las estructuras que tenía la relación jurídica obligatoria, conforme a la concepción del Derecho romano, entonces vigente. Es difícil introducir un tercero en la relación existente entre un acreedor -creditor- y un deudor -debitor-, cuando éstos se encuentran vinculados por las normas de Derecho

¹⁰ Vid. GUYON, Y., "Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières", en *Rev. Sociétés*, 1984, págs. 451-452.

romano puro ¹¹. La posición ocupada por cada uno de los sujetos de la relación jurídica obligacional romana estaba afectada por un marcado carácter subjetivo ¹².

Todos los intentos realizados en orden a la consecución de una mayor objetivación de esas posiciones no llegaron más allá de lo que conocemos como cesión de créditos ¹³. Pero todavía la cesión

¹¹ Claramente se manifiesta al respecto D'ORS, quien afirma que "la relación obligacional suele ser activa y pasivamente transmisible a los herederos, pero requiere sujetos determinados desde que empieza a existir, y, en principio, no es transferible inter vivos" -el subrayado es nuestro- (cfr. *Derecho privado romano*, 8ª ed., revisada, Pamplona, 1991, pág. 401).

Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", cit., págs. 15 y 16.

¹² Vid. ARIAS RAMOS, J./ ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, Tomo I, Parte general. *Derechos reales*, 18ª ed., 1ª reimpr., Madrid, 1988, págs. 52 y ss., esp. 53-55, donde se habla del concepto de *ius* en sentido subjetivo.

¹³ Sobre la regulación de este particular en nuestro Código civil, vid. PANTALEÓN PRIETO, F., "Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código civil", en PAZ-ARES RODRIGUEZ, Cándido; DIEZ-PICAZO PONCE DE LEON, Luis; BERCOVITZ, Rodrigo; SALVADOR CODERCH, Pablo (dir.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, 2ª ed., Madrid, 1993, págs. 1019 y ss.; RECALDE CASTELLS, A., "Título-valor", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, Madrid, 1995, pág. 6577.

Esta forma de transmisión de derechos será aplicable a "las acciones que hayan de representarse mediante anotaciones en cuenta, antes de la inscripción a que se refiere el art. 8 LMV" (op. cit., pág. 1020); vid. art. 60 LSA -en el que se remite para el régimen de las acciones anotadas a la normativa del mercado de valores- y art. 56.1 LSA -cuya aplicación, por analogía, resulta procedente en el caso que nos ocupa-.

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

de créditos continuaba siendo una figura excesivamente subjetivizada. En la cesión el tercero adquirente del crédito ocupa frente al deudor la misma posición jurídica personal en la que se encontraba el acreedor cedente ¹⁴. Esto significa que el deudor está facultado para oponer al nuevo acreedor cesionario las mismas excepciones que hubiese podido oponer al antiguo acreedor, al acreedor cedente. Con las normas de la cesión de créditos se busca que el deudor cedido no pueda ser perjudicado por el contrato de cesión y se responde a la realidad de que el cedente no puede transmitir al cesionario mejor derecho que el suyo ¹⁵. En este caso, por tanto, la dirección tomada por las normas del derecho de personas apuntaba hacia un interés

¹⁴ El acreedor cesionario "se subroga o subentra en la posición jurídica del primitivo acreedor" (cfr. PANTALEÓN PRIETO, F., "Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código civil", cit., pág. 1020).

¹⁵ Conforme al principio contenido en la máxima "*nemo plus iuris ad alium transferre potest quam ipse haberet*" (vid. IUSTINIANUS, *Digesta Iustiniani*, 50.17.54, apud SCHULZ, F., *Derecho romano clásico*, Barcelona, 1960, pág. 338).

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

muy distinto de aquel que se buscaba en las relaciones económicas entre comerciantes. El Derecho de obligaciones se cuidaba de amparar los intereses de las partes contratantes. Los comerciantes, en cambio, actuaban en un ámbito en el cual la movilización de la riqueza constituía un interés primordial. Por este motivo necesitaban un *instrumento jurídico que agilizara la circulación de la riqueza mobiliaria y que amparara la posición del tercero adquirente*, que subentraba en el seno de una relación obligatoria para ocupar la posición de uno de los antiguos obligados.

Este segundo aspecto -la protección del tercero que adquiere el derecho objeto de la relación obligatoria- supone dotar de certeza y seguridad a las operaciones de intercambio, que hasta aquel momento eran realizadas por los comerciantes con los márgenes de incertidumbre propios del derecho de personas. Tal agilidad, seguridad y certeza en la transmisión de los derechos -y, consiguientemente, agilidad, seguridad y certeza en la circulación de la riqueza mobiliaria- se buscó en el régimen de los derechos reales ¹⁶.

¹⁶ OLIVENCIA (en "La incorporación del derecho al título...", cit., pág. 16) señala que se abandonó el Derecho

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

En la relación de Derecho real, después de una transmisión, el nuevo titular del derecho subjetivo sabe que no le afectarán las posibles relaciones obligatorias que vinculasen al antiguo titular de la *cosa* con otras personas. Esa es la

de obligaciones para "acogerse al régimen más benévolo, cierto y seguro de los derechos reales".

certeza y seguridad que buscaban los comerciantes para sus operaciones ¹⁷. Esa certeza y seguridad, además, incentivan y fomentan que se acuda a este instrumento de tráfico, lo cual supone, en último término, una forma de creación de riqueza.

El Derecho tenía que encontrar la forma de unir todos estos intereses. Hallar el procedimiento para que el derecho objeto de una relación obligatoria pudiese transmitirse con la misma agilidad, seguridad y certeza con que se transmiten los derechos reales ¹⁸. Trasladar al ámbito de la relación obligatoria las ventajas que, en el ámbito de la relación de Derecho real ¹⁹, se desprenden de la *tangibilidad* y la *visibilidad* que son inherentes a las cosas ²⁰. Se buscaba, por tanto, -y es en este punto en el que aparecen expresiones tan singulares como la que sigue- el modo de *cosificar* un derecho

¹⁷ Y que, más tarde, han sido buscadas con mayor interés, si cabe, por los inversores.

¹⁸ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)", en VV. AA., *Homenaje a Broseta Pont*, Valencia, 1995, pág. 3094.

¹⁹ Vid. RECALDE CASTELLS, A., "Título-valor", *cit.*, págs. 6578 y ss..

²⁰ Y que permitieron que el Derecho amparase a quien afirmaba "*ubi rem meam inuenio, ibi vindico*" (vid. ENNECERUS, L./ KIPP, T./ WOLFF, M., *Tratado de Derecho civil*, Tomo III [Derecho de cosas], Vol. 1º [Posesión-Derecho inmobiliario-Propiedad], Barcelona, 1971, pág. 448).

subjetivo. El resultado de esta búsqueda fue el título-valor ²¹.

²¹ Parece obligado hacer aquí -en las primeras páginas de este trabajo- un breve comentario de la figura de los títulos-valores, ya que, en numerosas ocasiones, van a ser término de referencia de nuestras consideraciones. Nos interesa especialmente **destacar la importancia del papel que ha jugado la incorporación** como pieza clave de la dogmática de los títulos-valores -concebida como "un expediente doctrinal por medio del cual se reifica o cosifica un «derecho incorporal» al objeto de sustraer su circulación a las reglas poco favorables del derecho de obligaciones y de someterla a las más favorables de derecho de cosas" (cfr. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, 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. 87)-, toda vez que la razón de ser de los valores anotados en cuenta es, en gran medida, dar lugar a la desincorporación o desmaterialización de los valores. Resulta bastante revelador de hasta qué medida lo que analizamos en estas líneas nos servirá luego como término de referencia, el hecho de que algunos Autores llaman a los valores anotados "derechos desincorporados".

En efecto, la esencia de los títulos-valores se entiende o explica a la luz del fenómeno de la *incorporación* del derecho al título -el término *incorporación* -*Verkörperung*- se debe a SAVIGNY, quien, incidentalmente, lo empleó por vez primera en *Das Obligationenrecht als Theil des heutigen Römischen Rechts*, Berlín, 1853, apud EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración...", cit., pág. 16-.

La extraña tarea de dar cuerpo material o *cosificar* los derechos subjetivos se satisfizo por un procedimiento extremadamente sencillo -si se piensa en la complicación que, aparentemente, mostraba el objetivo perseguido-. El elemento material en el cual tomó cuerpo, o se materializó, el derecho no fue otro sino el mismo papel, en el que se venía documentando la relación contractual obligatoria, que ahora era objeto de conflicto. Cuando se habla de incorporación, por tanto, se hace referencia a este hecho: que el derecho ha tomado cuerpo en el mismo papel que lo documenta (destacando la importancia de la incorporación, ZÖLLNER -en *Wertpapierrecht*, 14ª ed., München, 1987, pág. 15- afirma que los títulos-valores *son* documentos -*Wertpapiere sind Urkunden*- y, recogiendo una opinión generalizada, añade que "ohne Verbriefung kein Wertpapier entsteht. Manche drücken das so aus: Ohne Verkörperung kein Wertpapier" -el subrayado es nuestro-; vid. también MEIER-HAYOZ, A./ VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, Bern, 1985, págs. 3 y ss.; OPITZ, G., "Wertrechte und Wertpapiere", en *Fünzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954, págs. 426-427; JÄGGI, P./ DRUEY, J. N./ GREYERZ, C. VON, *Wertpapierrecht: unter besonderer*

Berücksichtigung von Wechsel und Check, Basel-Frankfurt am Main, 1985, págs. 52 y ss.; HARTER, W./FRANKE, J./HOGREFE, J./SEGER, R., *Wertpapiere in Theorie und Praxis*, 4ª ed., Stuttgart, 1993, pág. 25). Desde que así se convino -y desde que la Ley así quiso considerarlo- surgió un nexo tal entre el derecho y el título que sus destinos se desarrollarían inseparablemente unidos (vid. GARRIGUES, "Los títulos-valores", en *RDM*, 1951, n° 36, pág. 312; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1988, pág. 1; vid. un análisis de la evolución histórica de los títulos-valores en SCHULTZE, H. A., *Beiträge zur Geschichte des Wertpapierrechts*, Marburg in Hessen, 1931), viéndose así los derechos de crédito revestidos de los atributos de los derechos reales (cfr. EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración...", cit., pág. 16).

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

Teniendo presente esta acepción del término incorporación es cuando mejor pueden trazarse los rasgos que dibujan la naturaleza de los títulos-valores. La incorporación es el centro de toda la teoría de los títulos-valores, pues en ella se evidencia que el derecho objeto del interés de la relación *inter partes* ahora puede ser tratado como una cosa corporal. Afirma GARRIGUES que "todas las características del título-valor giran alrededor del especial

nexo que existe entre la cosa corporal (título) y la cosa incorporal (derecho)" (cfr. "Los títulos-valores", *cit.*, pág. 311; *vid.* HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, *cit.*, págs. 12 y ss.; FERRI, G., "La necessità del documento nell'esercizio del diritto cartolare", en *BBTC*, 1964, I, pág. 1; LIBERTINI, M., "Premesse a una revisione della teoria unitaria dei titoli di credito", en *BBTC*, 1972, I, pág. 192).

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

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

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

Por la emisión del título, el declarante también se somete al régimen propio de los títulos-valores (*vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, Tomo II (*Títulos y valores, contratos mercantiles, Derecho concursal y marítimo*), 18ª ed., Madrid, 1995, pág. 8). En la declaración se hace referencia al derecho que en él se incorpora y ese será precisamente el contenido específico de la obligación a la que se compromete el emisor del título. El derecho que se incorpora al título tiene su origen en un negocio distinto del negocio por el cual nace el título - pensemos, por ejemplo, en los títulos de tradición, en los cuales se encuentra incorporado el derecho sobre las mercancías que mencionan; el derecho sobre las mercancías tiene su origen en un negocio distinto de aquel por el cual nace el título-valor-. Aquel negocio tiene su propia causa y puede ser anterior o coetáneo al nacimiento del título-valor. Cuando se emite o redacta el título, la relación de derecho

de obligaciones se funde con el documento -se incorpora a este, habíamos dicho antes-. Por tanto, en torno al título-valor encontramos dos negocios jurídicos. Por un lado, un negocio *fundamental* o *extracartáceo* y, por otro, un negocio *cartáceo* o *documental*. Este segundo negocio -llamado también *pactum cambii*, haciendo referencia al título-valor por excelencia- es el que, como hemos señalado, da vida al título-valor (vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 591).

Continuando con el análisis de la naturaleza del título-valor, veremos ahora cuáles son las características que lo definen. Al ver cómo es el nacimiento del título, necesariamente hemos tenido que detenernos en destacar la importancia de la incorporación -pues no es posible explicar de otro modo la constitución del título-valor-. Ahora, al analizar las características del título, procuraremos también centrar nuestra atención en el fenómeno de la incorporación.

Es opinión generalizada que las tres notas características de los títulos-valores son la literalidad y autonomía del derecho y la necesidad del documento para el ejercicio y transmisión de aquel -esta tercera característica también se conoce como *legitimación por la posesión*-; -desde la doctrina italiana, LIBERTINI, M., "Premesse a una revisione...", cit., pág. 193, donde se comenta cómo la disciplina del *titolo di credito* se resume a través de los conceptos de "incorporazione, letteralità ed autonomia"-.

1. *Literalidad del derecho*. Se quiere decir con ello que en la declaración de voluntad formulada en el título se debe recoger todo cuanto se refiere a la descripción de la naturaleza, ámbito y contenido del derecho (vid. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 26). En gran medida, es gracias a esta literalidad del derecho por lo que se puede considerar que el derecho está incorporado al título. Es admisible que alguno de los aspectos que se refieren a la descripción del derecho se encuentre contenido en otro documento, al cual se remita el título. En función del grado de literalidad del derecho, puede distinguirse también entre títulos *perfectos* -o jurídico escriturarios- y títulos *imperfectos* -o jurídico materiales- (vid. EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración...", cit., pág. 32, nota 83). En los perfectos el grado de literalidad es pleno; en ellos el derecho nace en virtud de lo declarado en el título: no existe otro documento al que halla que acudir para conocer la naturaleza o contenido del derecho. En este tipo de títulos, la incorporación del derecho es total. En los títulos imperfectos, sin embargo, se incorpora un derecho que, además de ser preexistente a la redacción del documento, es definido en documentos diversos del título (vid. GARRIGUES, "Los títulos-valores", cit., págs. 359-360). Algunos Autores han hecho una distinción semejante, tomando también como criterio de clasificación la literalidad del título, pero utilizando una terminología diversa (así, MADRID PARRA [en "La circulación de valores...", cit., pág. 26] habla de títulos *completos* o

abstractos -en los que "se incorpora de un modo perfecto un derecho que puede delimitarse por la escritura del documento"- y títulos *incompletos* o *causales* -en los que "el derecho que incorporan debe completarse en su contenido o exigibilidad por circunstancias ajenas al tenor literal del documento"- y cita como ejemplo de estos segundos las acciones -en las cuales la declaración en ellas formulada debe completarse con lo dispuesto en los estatutos e incluso con el contenido de acuerdos de la junta general-).

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

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

3. *Legitimación por la posesión.* Con este término se quiere expresar que la mera posesión de un título-valor -cumpliendo, eso sí, los requisitos propios de la naturaleza de cada título, en función de que éste sea nominativo, a la orden o al portador- será suficiente para que el que lo posee pueda exigir el cumplimiento del derecho incorporado. En otro sentido, la legitimación por la posesión también significa que el título es elemento absolutamente necesario para el ejercicio del derecho -especialmente ilustrativas son las palabras de FERRI, quien, al destacar el acuerdo de la

2. LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES.

doctrina acerca de la necesidad de esta circunstancia, comenta cómo "da Vivante a Navarrini, da Arcangeli a Messineo, da Ascarelli a Salandra, da Valeri a Ferrara junior, da Asquini a Ferri, tutti, pur movendo da autonome posizioni, sepeo molto distanti tra loro, pur assumendo una diversità di atteggiamenti, hanno concordemente posto in luce questa necessità del documento come uno dei connotati essenziali del titolo di credito" (cfr. "La necessità del documento...", *cit.*, pág. 1); vid. CHIOMENTI, F., *Il titolo di credito...*, *cit.*, pág. 497 y ss.; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, *cit.*, pág. 3; HARTEK, W./FRANKE, J./HOGREFE, J./SEGER, R., *Wertpapiere...*, *cit.*, pág. 26; JAGGI, P./DRUEY, J. N./GREYERZ, C. VON, *Wertpapierrecht...*, *cit.*, págs. 54 y ss. y 58 y ss., donde, respectivamente, se detalla el régimen de legitimación de los *Namenpapier* y de los *Inhaber-* y los *Ordrepapier-*.

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

Esta propiedad del título permite la ágil circulación del derecho incorporado, que era uno de los principales fines perseguidos cuando nació la figura del título-valor. Esta agilidad en la circulación del derecho es conseguida por el mayor grado de certeza que ofrecen los derechos reales frente a los derechos personales. A este respecto, dice GARRIGUES (en *Curso de Derecho mercantil*, Tomo I, 7ª ed., Madrid, 1982, pág. 722) que "la adquisición rápida y segura de los derechos sólo es posible cuando lo decisivo para el adquirente no sea el derecho -invisible- del transmitente, sino un título visible cuyo contenido decida sobre la extensión del derecho. La misión económica de los títulos valores se consigue, pues, mediante la protección a la fe en la escritura, la incorporación del derecho al documento y la subordinación del derecho a todas las mutaciones jurídico reales de aquel".

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

2.1. LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES. LOS RIESGOS Y PROBLEMAS DEL PAPEL -RIESGOS Y PROBLEMAS DE LA INCORPORACIÓN, EN ÚLTIMO TÉRMINO-.

Todos los objetivos perseguidos al crear la figura de los títulos-valores fueron satisfactoriamente alcanzados. Efectivamente, se había logrado un mayor grado de certeza en cuanto al conocimiento de todo lo referente al derecho que ahora se incorporaba al título: quién es la persona legitimada para exigir el cumplimiento de la obligación, cuáles son las excepciones oponibles al titular del derecho y cuáles no le son oponibles, etc.. Igualmente se consiguió dotar de *seguridad* y *agilizar* el procedimiento para la transmisión y circulación de los derechos ²².

Estas ventajas hicieron que el título-valor se convirtiera en un instrumento jurídico mercantil que gozaba de un gran atractivo y de una singular aceptación en el mercado. El recurso al uso de los títulos-valores fue cada vez más extendido desde su

²² DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", en *RCDI*, 1991, n° 603, pág. 363) afirma, en este sentido, que los títulos-valores y el concepto de *incorporación* "fueron la vía a través de la cual pudo superarse la inadecuación de la disciplina de la cesión de créditos a las exigencias de una *segura* y *ágil* circulación de la riqueza crediticia".

Vid. también PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", *cit.*, pág. 83.

nacimiento. Por el grado de perfección de su concepción dogmática, no parecía que fuesen a ofrecer problemas, ni desde un punto de vista jurídico, ni tampoco desde una perspectiva económica.

Las disfunciones comenzaron a surgir cuando, dado el propio éxito logrado por estos instrumentos, alcanzaron un grado de difusión que no estaba previsto dentro de lo que correspondía a su normal funcionamiento ²³. Los derechos materializados en el documento de papel eran fáciles de transmitir porque podían ser tratados como cosas -y no como bienes incorporales-. La legitimación del titular para el ejercicio del derecho se había simplificado enormemente, pues bastaba para ello con la mera presentación del documento. Pero cuando el número de títulos manejados en el mercado -e incluso el número de los que integraban el objeto de una sólo operación entre dos sujetos- sobrepasó los límites de lo previsible, el hecho de la existencia de un documento de papel por cada derecho circulante

²³ Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", cit., pág. 17; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 88.

había dejado de ser una ventaja y se había convertido en un inconveniente ²⁴.

Puesto que la principal razón de la crisis fue la materialidad de los títulos -o, si se quiere, la materialización de los derechos- este hecho se conoció como la crisis del papel ²⁵. Es

²⁴ Vid. OPITZ, G., "Die Wertpapiersammeldepots in Deutschland", en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., págs. 607-608; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 88; RECALDE CASTELLS, A., "La desmaterialización de los valores privados...", cit., págs. 3093 y 3094; ESTEBAN VELASCO, G., "Sociedad anónima", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, cit., pág. 6280.

²⁵ Resulta muy ilustrativo de este fenómeno el hecho que se registró en una de las dos Bolsas de Nueva York -la New York Stock Exchange (NYSE)-. Tuvo lugar como consecuencia del propósito que se hizo esta Bolsa de elevar su volumen de negociación e intentar alcanzar la cifra de diez millones diarios de acciones negociadas. Tal planteamiento fue formulado por NYSE en 1965, cuando en ella se negociaba una media diaria superior a los seis millones de acciones. En 1968 aquella Bolsa había llegado a rebasar en un sólo día la cifra de veinte millones de acciones negociadas. Y en el mes de junio los veintiún millones. El grado de confusión y el número de errores materiales cometidos por los agentes de Bolsa, así como los costes de sus servicios comenzó a multiplicarse de forma indeseable, con consecuencias muy perjudiciales para todo el mercado. Esta situación fue denominada "crisis del papel" -paper crisis- (vid. CUESTA RUTE, J. M. DE LA, *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972, págs. 291-293).

Vid. también OPITZ, G., "Der stückelose Effektenverkehr, ein Gegenstück zum bargeldlosen Zahlungsverkehr", en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., pág. 94.

PAZ-ARES hace también referencia al *paper crunch* (vid. "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 88); con relación a los efectos de este fenómeno dentro de nuestras fronteras, comenta este Autor cómo en "la Bolsa madrileña, el número de títulos cotizados andaba a finales de los ochenta por los 3.000 millones, es decir, dos o tres veces más que el de billetes en circulación"; en consecuencia -continúa observando PAZ-ARES-, "se elevan considerablemente los costes de impresión, pues a medida que crece el volumen de títulos aumenta el riesgo de falsificación, lo cual obliga

fácil de entender que fueron los títulos de inversión los que sufrieron más acusadamente este fenómeno de crecimiento geométrico y crisis funcional ²⁶. Por lo que se refiere al tráfico de los derechos, realmente comenzaba a resultar implanteable que el transmitente tuviese que entregar los títulos físicamente al adquirente, cuando en un sólo acto se hubiesen transmitido quizá decenas de miles. Mayor todavía era el número de dificultades por lo que se refería a la administración o ejercicio de los derechos ²⁷, que requería la manipulación de *montañas de papel*, con el consiguiente encarecimiento en el coste de las operaciones y demora en su realización ²⁸. En frase

a imprimir los títulos con papel especial y mediante procedimientos especiales que encarecen su producción. Ya en el año 1970 el valor de impresión de las acciones de 500 ptas. oscilaba entre el 1% y el 1,5% de su nominal. También crecen, y no en menor proporción, los *costes de custodia*. Pero sobre todo son los *costes de manipulación del papel*, de la manipulación necesaria para el ejercicio y transmisión de los derechos, los que se hacen insoportables." (*op. cit.*, pág. 89).

²⁶ Vid. EIZAGUIRRE (en "Bases para una reelaboración...", *cit.*, pág.109) y DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 363).

²⁷ Donde más visibles se muestran los perjuicios que la profusión de los títulos produjo es en el campo de las acciones de sociedad. Las distintas operaciones materiales que, en ocasiones, exige el ejercicio de los derechos a ellas incorporados -corte de cupones, presentación del título para asistir a la Junta- se ven enormemente dificultadas cuando el número de títulos se cuenta por miles.

²⁸ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, *cit.*, págs. 379 y 380; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 364; ANGULO RODRIGUEZ, L., "La representación de valores por anotaciones en cuenta en el

gráfica se ha expresado esta idea al decir que "las ventajas del papel han desembocado en los inconvenientes del papeleo" ²⁹.

2.2. ANÁLISIS DOGMÁTICO DE LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES.

La crisis del papel fue una crisis de la incorporación -así se habla de *Zurücktreten der Verkörperung* ³⁰- y, en consecuencia, una crisis de los títulos-valores. Desde un punto de vista dogmático, esta situación de colapso en el tráfico había evidenciado los inconvenientes de la materialidad del título-valor ³¹. Ahora resultaba perjudicial el haber materializado los derechos y se añoraba la posibilidad de poder manejarlos como cosas incorporales, que no ocupan un espacio físico

Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero", en *DN*, 1992, n° 19, pág. 1; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores...", *cit.*, pág. 72; RECALDE CASTELLS, A., "La desmaterialización de los valores privados...", *cit.*, pág. 3094.

²⁹ Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 18.

³⁰ Cfr. ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, *cit.*, pág. 6 y "Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren", en *Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen*, *Festschrift für Ludwig Raiser*, Tübingen, 1974, pág. 249.

³¹ Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 18.

y no requieren ser tratadas individualmente, una a una ³².

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

³² Antes de optar por el abandono del elemento material, uno de los intentos de solución de la crisis supuso simplemente obviar los problemas de la individualización de los derechos, recurriendo a los llamados "títulos múltiples".

éstas, en las que se ven perjudicadas la justicia y la equidad ³³.

Estos problemas de orden dogmático resultan mucho más conflictivos que los que se derivaron de la *crisis del papel*. La *crisis del papel* afectó a cuestiones de orden procedimental -dificultades para la transmisión y ejercicio de los derechos incorporados- y, analizado desde esta perspectiva, podría incluso decirse que era un problema, hasta cierto punto, coyuntural -en la medida en que se resolvería cuando se articularan los medios procedimentales necesarios-. Los *riesgos del papel* afectan a la misma estructura jurídica del título-valor y no se producen como fruto de una situación coyuntural, sino que son inherentes al título mismo. De ahí su mayor conflictividad.

Por otro lado, el anonimato del que se veían afectados los títulos al portador comenzó a mostrarse inconveniente por diversas razones, entre las que destacaban las de orden fiscal ³⁴.

El carácter crítico de estos problemas estructurales se hizo más evidente desde el momento

³³ Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 17.

³⁴ Vid. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores...", *cit.*, pág. 72.

en que el propio ordenamiento jurídico comenzó a aplicar medidas correctoras al sistema de títulos.

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

intervención del fedatario, la opacidad ante el Fisco de la riqueza mobiliaria ³⁵.

³⁵ Vid. *infra* VIII.5..

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

CAPÍTULO I

EL PROCESO DE DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES. SISTEMAS CORRECTORES Y SISTEMAS SUSTITUTIVOS.

1. Alemania. El sistema de depósito colectivo establecido por el Depotgesetz. 1.1. Orígenes y fundamento del sistema. 1.2. Los Bancos colectores de títulos-valores -Wertpapiersammelbanken-. 1.3. Transmisión de los valores y ejercicio de los derechos que de ellos se desprenden. 1.4. El Decreto de 5 de enero de 1940: los créditos registrados de la Deuda Pública -Schulbuchforderungen-. **2. Francia. La Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres -CCDVT- y la Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières -SICOVAM-.** 2.1. El depósito obligatorio de acciones al portador en la CCDVT. 2.2. La originaria SICOVAM como sistema de depósito facultativo de acciones al portador. 2.3. Modificación de la SICOVAM por la Ley de 30 de diciembre de 1981: establecimiento de un sistema de desmaterialización total y obligatoria de los valores mobiliarios. **3. Italia. La Monte Titoli S.p.A..** 3.1. Contrato de depósito de los valores en los operadores intermediarios y contrato de subdepósito en la Monte Titoli. 3.2. Sistema de negoziazione accentrata de los valores incluidos en el sistema. 3.3. Ejercicio de los derechos que se deriven de los valores incluidos en el sistema. **4. Otras Experiencias de Derecho comparado.** 4.1. Estados Unidos. 4.2. Dinamarca. 4.3. Suiza: la Schweizerische Effekten-Giro AG -Sega-. 4.4. Reino Unido: el sistema TALISMAN -Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers-.

CAPÍTULO I

EL PROCESO DE DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES.

SISTEMAS CORRECTORES Y SISTEMAS SUSTITUTIVOS.

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

1. ALEMANIA. EL SISTEMA DE DEPÓSITO COLECTIVO ESTABLECIDO POR EL *DEPOTGESETZ*.

1.1. ORÍGENES Y FUNDAMENTO DEL SISTEMA.

En Alemania, antes de que el legislador realizase modificación alguna en el sistema, los particulares ya habían adoptado prácticas paralelas al sistema cartular, para obviar los inconvenientes que se habían desprendido de éste ³⁶. Los títulos ya

³⁶ Si bien, además de este esfuerzo de los particulares, también ha de tenerse presente que "desde la promulgación de la ley sobre contabilidad de la deuda pública imperial (*Reichsschuldbuchgesetzes*) en el año 1910, el Reich podía emitir empréstitos que no se recogían en títulos de deuda pública, sino que se inscribían en el libro de deuda del Estado" (cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 23), figura ésta en la que, más

no estaban en manos de los inversores sino que se encontraban depositados en bancos ³⁷.

Este uso es iniciado por el *Bank des berliner Kassenverein* a finales del siglo XIX -1882- para evitar los riesgos de robo y extravío -especialmente en los títulos al portador- y las incomodidades que supone la manipulación material de los títulos, necesaria para el ejercicio de los derechos a ellos incorporados ³⁸. Se da lugar así a la figura del depósito colectivo -*Sammelverwahrung*-, que es consagrada por la Ley de 4 de febrero de 1937 sobre Depósito y Adquisición de Títulos-valores -*Depotgesetz*- ³⁹.

tarde, se apoyará el legislador alemán cuando consagre en su ordenamiento jurídico la figura de los derechos-valores.

³⁷ Un análisis detallado de la evolución del sistema alemán de depósito colectivo -del que aquí tan sólo haremos un esbozo- en STÜDEMANN, *Die Globalaktie*, Berlin, 1960, págs. 168 y ss. y OPITZ, G., *Fünzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954.

³⁸ Vid. SCHULTZ, H./ OPITZ, G., "Sammeldepots beim Kassenverein", en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., págs. 1 y ss..

³⁹ Que sustituyó a la Ley de 5 de julio de 1986, que disciplinaba los deberes de los comerciantes con relación a la custodia de títulos-valores ajenos.

Vid. OPITZ, G., *Depotgesetz*, 2ª ed., Berlin, 1955; del mismo Autor "Sammelverwahrung von Wertpapieren mit Gruppenauslosung", en *Fünzig depotrechtliche...*, cit., págs. 371 y ss. e "Il deposito cumulativo di titoli nelle banche tedesche", en *Moneta e credito*, 1953, págs. 482 y ss.; BRUNS, G., "Die Organisation des Wertpapierdienstes und der Abrechnung der Börsengeschäfte in Deutschland", en VV. AA., *Curso de Conferencias sobre "Organización y funcionamiento de los Servicios para la conservación y administración de los*

Conforme a la lógica de este sistema, los depositantes adquieren un derecho de copropiedad sobre la cartera colectiva -Sammelbestand- que se concreta en una cuota proporcional al valor nominal o al número de los títulos que hayan depositado ⁴⁰. Por eso los títulos depositados deben tener carácter fungible -por lo que habrán de ser títulos al portador o a la orden endosados en blanco- ⁴¹. El depositante pierde su derecho a exigir la devolución de los mismos títulos que el depositó y deberá admitir la entrega de otros de la misma especie y cantidad ⁴².

1.2. LOS BANCOS COLECTORES DE TÍTULOS-VALORES - *WERTPAPIERSAMMELBANKEN*-.

valores mobiliarios y liquidación de las operaciones de Bolsa", Madrid, 1971, pág. 61.

⁴⁰ Actualmente, § 9 I DepotG. -antes § 6 I DepotG.-.

En caso de quiebra del banco depositario el derecho de cada depositante se encuentra garantizado por el reconocimiento de la *separatio ex iure domini* -§ 32 DepotG.-.

Cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 19; BRUNS, G., "Die Organisation des Wertpapierdienstes und der Abrechnung der Börsengeschäfte in Deutschland", en *Curso de Conferencias...*, cit., pág. 61.

⁴¹ §§ 1 I y 5 I DepotG..

⁴² §§ 7 y ss. DepotG..

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

Una modificación fundamental para la buena marcha del sistema fue la centralización de los depósitos colectivos en los *Bancos colectores de títulos-valores -Wertpapiersammelbanken-*. Se crea un sistema de depósito de doble escalón en el que existen unos Bancos colectores *-Kassenvereine-* ⁴³ en los que efectúan sus depósitos los demás Bancos - cuya función se reduce a la de simples *Sammeldepotkunden-* ⁴⁴. Este depósito fue practicado en nueve Bancos especializados ⁴⁵ y la doctrina lo calificó como un "retroceso de la incorporación" y una "pérdida de función" de la figura del título-valor ⁴⁶.

⁴³ Es interesante destacar -para que no pase inadvertido- el hecho peculiar de que en el sistema alemán no hay una única institución encargada del registro central de los valores -como la *SICOVAM* francesa, la *Monte Titoli* italiana, la Central de Anotaciones o el *SCLV* españoles-, sino que es esta una función que se encuentra *descentralizada* y repartida entre las distintas *Kassenvereine*.

⁴⁴ Las *Kassenvereine* se ocupan de las operaciones de compensación y, en su actividad de depositarias, están eximidas de la obligación de custodiar los valores identificándolos individualmente, de modo que pueden agruparlos por clases, depositándolos en bloque (cfr. BRUNS, G., "Die Organisation des Wertpapierdienstes...", cit., pág. 62).

⁴⁵ HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 19; PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli", en *BBTC*, 198, I, pág. 321.

⁴⁶ Vid. ZÖLLNER, W., "Die Zurückdrängung des Verkörperungselements...", cit., págs. 249 y ss.; HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 19; CANARIS, C.-W., "Bankvertragsrecht", en *Großkommentar zum*

1.3. TRANSMISIÓN DE LOS VALORES Y EJERCICIO DE LOS DERECHOS QUE DE ELLOS SE DESPRENDEN.

Los títulos pasan a ser *prescindibles* tanto para el ejercicio de los derechos, como para la transmisión de la titularidad sobre ellos ⁴⁷.

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

Handelsgesetzbuch, Parte 3ª, 2ª ed., Berlin-New York, 1981, n° de margen 2040 y ss..

Vid. el comentario de este hecho -la *Funktionsverlust*- en nuestra literatura en EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración...", *cit.*, pág. 81; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 366; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores...", *cit.*, pág. 74; OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 20.

⁴⁷ Cfr. OPITZ, G., "Ein Wertrechtsgiro", en *Fünfzig depotrechtliche...*, págs. 539-540, donde, con este motivo, se habla de *entstückte Recht*.

títulos pierden en gran medida la función de legitimación ⁴⁸.

La transmisión de los valores se realiza por medio de transferencia sin movimiento de los títulos -*stückenlose*-. Los títulos circulan o, mejor, se modifica la titularidad sobre ellos sin necesidad de proceder a su entrega material -*Effektengiroverkehr*-. la transmisión se verifica por medio de anotaciones contables en los bancos depositarios de títulos-valores ⁴⁹.

1.4. EL DECRETO DE 5 DE ENERO DE 1940: LOS CRÉDITOS REGISTRADOS DE LA DEUDA PÚBLICA -*SCHULBUCHFORDERUNGEN*-.

Pero dentro del ordenamiento jurídico alemán existe un grado mayor de desmaterialización de los valores, que se alcanzó con el Decreto de 5 de enero de 1940 ⁵⁰. Este Decreto, que restringe su ámbito de aplicación a la *Deuda Pública*, prevé que

⁴⁸ Cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 20.

⁴⁹ Cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 21.

⁵⁰ "La figura de los derechos-valor ha tenido reconocimiento legal sobre todo a través de la ley de empréstitos del Estado (*Anleihegesetz*) de 1951 y las dos ordenanzas del Reich de los años 1940 y 1942" (cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 23).

las obligaciones del Estado no se documenten en títulos-valores, sino que se representen como créditos registrados de la Deuda - *Schulbuchforderungen*-. Nacen así lo que la doctrina alemana ha llamado *derechos-valores -Wertrechte-* ⁵¹.

La nueva situación, en la que conviven los *Wertrechte* y los *Wertpapiere*, divide la doctrina alemana en dos tendencias: por un lado, aquellos que entienden que la ciencia jurídica debe orientar sus pasos hacia la elaboración de unos principios comunes que sean válidos tanto para los títulos-valores, como para los derechos valores ⁵²; por otro

⁵¹ Cfr. OPITZ, G., "Wertrechte und Wertpapiere", *cit.*, págs. 426 y ss..

Sobre el particular, *vid.* DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effekten giroverkehr. Zum redlichen Erwerb stückeloser Effekten*, Köln-Berlin, 1989; 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.; DROBNIG, U., "Dokumenteloser Effektenverkehr", en KREUZER, K. (dir.), *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung*, Neuwied/Frankfurt, 1988, págs. 11 y ss.; HANDSCHIN, L., *Papierlose Wertpapiere*, Basel-Frankfurt am Main, 1987; PETERS, K., "Bucheffekten -eine Alternative zum Wertpapier?", en *WM*, 1976, pág. 890; KÜMPEL, S., "Der Bestimmtheitsgrundsatz bei Verfügungen über Sammeldepotguthaben", en *WM*, 1980, pág. 422; DRUEY, J. N., "Die Entmaterialisierung des Wertpapiers. Einige rechtsvergleichende Hinweise", en *SAG*, 1987, págs. 65 y ss.; RICHARD, R., *Wertpapierrecht*, Heidelberg, 1987, pág. 12; WESSELEY, W., "Der Bundesschatzbrief als Sammelschuldbuchforderung und seine Emission", en *WM*, 1969, pág. 1094; PLEYER, K./ SCHLEIFFER, G., "Neuere Entwicklungen im Depotrecht", en *Betr.*, 1972, pág. 77 y ss..

⁵² Así, OPITZ, G., "Von der Girosammelverwahrung zur Girosammelverwaltung", en *Fünzig depotrechtliche...*, págs.

lado, los que defienden que debe elaborarse una nueva teoría -y un nuevo régimen jurídico- para los derechos-valores, adaptando en la medida que sea posible los principios jurídico-reales de los títulos-valores y acudiendo, por vía de analogía a la disciplina del *Depotgesetz* ⁵³.

2. FRANCIA. LA *CAISSE CENTRALE DE DÉPÔTS ET DE VIREMENTS DE TITRES -CCDVT-* Y LA *SOCIÉTÉ INTERPROFESSIONELLE POUR LA COMPENSATION DES VALEURS MOBILIÈRES -SICOVAM-*.

2.1. EL DEPÓSITO OBLIGATORIO DE ACCIONES AL PORTADOR EN LA *CCDVT*.

En Francia la desmaterialización de los valores mobiliarios comenzó como un sistema de carácter obligatorio. Fueron unas leyes de guerra las que impusieron este procedimiento. El fundamento para su promulgación se encontraba no sólo en la intención de simplificar la gestión de los valores, sino también en el interés de los poderes públicos por conocer cómo se encontraba

384 y ss.; del mismo Autor "Ein Wertrechtsgiro", en *Fünfzig depotrechtliche...*, cit., págs. 538 y ss..

⁵³ CANARIS, C.-W., "Bankvertragsrecht", cit., n° de margen 2048 y ss.; SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, cit., págs. 304.

repartido el capital mobiliario nacional ⁵⁴. Por Ley de 18 de junio de 1941 se creó una caja central de depósito y transferencia de títulos -*Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres: CCDVT*-. Más tarde, la Ley de 3 de febrero de 1943 hizo obligatorio el depósito en la CCDVT de todas las acciones al portador ⁵⁵.

La CCDVT estaba constituida como una sociedad anónima en cuyo capital participaban la Banca de Francia, los principales bancos franceses y los agentes de cambio. Los títulos, una vez depositados eran perforados con la finalidad no de inutilizarlos sino de impedir que pudiesen volver a circular ⁵⁶.

En el sistema de la CCDVT la desmaterialización afectaba sólo a la transmisión y administración de los valores, pero

⁵⁴ Cfr. DANIEL PETIT, M., "Organisation et fonctionnement des Services de Titres et de Compensations en Bourse de Paris", en VV. AA., *Curso de Conferencias...*, pág. 36.

Curiosamente, entre las causas que llevaron a la promulgación de estas leyes, se encontraba también la necesidad de ahorro de papel, escaso en aquellos momentos en un país en guerra como era Francia (vid. OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 21).

⁵⁵ Vid. también las leyes de 28 de febrero de 1941, 14 de febrero y 8 de marzo de 1942.

⁵⁶ Cfr. AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM. Le compte courant d'actions*, Paris, 1959, págs. 172-173.

no a la constitución de éstos, pues el derecho seguía incorporándose a un título -aunque el título fuese condenado a la inmovilidad- ⁵⁷.

Por ley de 5 de julio de 1949, este sistema fue suprimido. Su duración fue tan corta porque su carácter imperativo había provocado que este sistema fuese mal acogido y muy criticado ⁵⁸.

Pero lo cierto es que ya era muy difícil -e incluso equivocado- abandonar las ventajas que se habían alcanzado con el sistema de depósito ⁵⁹.

⁵⁷ Vid. TUNC, A., "La représentation des actions par la comptabilité de la Caisse centrale de dépôts et de virements de titres", *Sem. jur.*, 1947, I (Doctr.), pág. 659; AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM...*, cit., pág. 173; JEANTET, C. F., "Le dépôt collectif des titres au porteur à la CCDVT", en *Jour. Soc.*, 1945, págs. 161 y ss.; SANTINI, G., "La cassa centrale di deposito e giro del titolo azionario", en *RTDPC*, 1948, págs. 482 y ss..

⁵⁸ Acerca de los motivos que llevaron a la supresión de la CCDVT, vid. AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM...*, cit., págs. 24 y ss..

⁵⁹ En efecto, en el ordenamiento y doctrina franceses la desmaterialización de los valores no ha dejado de ser cultivada desde que hubiese hecho entrada.

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

Vid. sobre este particular VASSEUR, M., "La lettre de change-relevé", en *Rev. trim. dr. com.*, 1975, pág. 203 y "La Lettre de Change-Relevé. De l'influence de l'informatique sur le Droit", Paris, 1976; JEANTIN, M., *Droit commercial. Instrument de paiement et de crédit. Entreprises en difficulté*, Paris, 1988, esp. pág. 356; JACQUELINE, M. R., "La lettre de change-relevé", en *Banque*, 1972, pág. 15 y "La

2.2. LA ORIGINARIA *SICOVAM* COMO SISTEMA DE DEPÓSITO *FACULTATIVO* DE ACCIONES AL PORTADOR.

Poco después de haberse suprimido la *CCDVT*, por decreto n° 1105, de 4 de agosto de 1949, se creó la *Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières -SICOVAM-*⁶⁰. Como primera medida, este régimen de depósito era *facultativo* y, además, *más flexible*. El depósito se concertaba con bancos o agentes de cambio y bolsa y se instrumentaba por medio de una cuenta corriente⁶¹. Éstos, a su vez, realizaban un depósito los títulos en *SICOVAM*. Todos los títulos depositados eran considerados fungibles, es decir, el depositante no tiene la titularidad sobre unos documentos concretos, sino tan sólo sobre una cuota de participación en el total de los depositados -

place des effets de commerce et des effets financiers dans le système bancaire français", en *Banque*, 1975, pág. 937; HUGON, J., "Une petite révolution: le paiement des marchés publics par lettre de change-relevé", en *Rev. dr. banc.*, 1988, págs. 84 y ss.; BUYLE, "La carte de paiement électronique", en *Rev. dr. banc.*, 1988, págs. 44 y ss.; RUFF, A./ BELAN, P., *L'ordinateur de la banque*, Paris, 1974; GAVALDA, C./ STOUFFLET, J., *Droit del affaires*, Paris, 1988, págs. 169 y ss..

⁶⁰ Vid. GORÉ, F., "Le nouveau régime des valeurs mobilières. (Comentaires des décrets du 30 octobre 1948, du 4 août 1949 et du 10 novembre 1949)", en *Sem. Jur.*, 1951, I (Doctr.), n° 948; RIPERT, G., "Le régime des valeurs mobilières et le décret du 4 août 1949", en *Rev. Soc.*, 1949, págs. 261 y ss..

⁶¹ Vid. ROUX, A., "Le compte courant et le virement de titres en France", *Banque*, 1963, págs. 16 y ss..

correspondiendo dicha cuota al número de los que él depositó-. Todas las transmisiones y operaciones sobre los valores tienen lugar en el seno de la propia *SICOVAM* por medio de anotaciones contables de cargo y abono de títulos en las cuentas de los distintos titulares ⁶².

La *SICOVAM* ha ido sufriendo diversas modificaciones a lo largo de su existencia. En efecto, si en un principio el acceso a la *SICOVAM* estaba restringido a los *títulos accionarios emitidos al portador*, posteriormente se introdujeron rectificaciones -o mejoras- en el sistema para dar cabida a todos los valores mobiliarios ⁶³.

2.3. MODIFICACIÓN DE LA SICOVAM POR LA LEY DE 30 DE DICIEMBRE DE 1981: ESTABLECIMIENTO DE UN SISTEMA DE DESMATERIALIZACIÓN TOTAL Y OBLIGATORIA DE LOS VALORES MOBILIARIOS.

Merece ser destacada especialmente la reforma introducida por la Ley de finanzas de 30 de diciembre de 1981 y su decreto de aplicación n°

⁶² Vid. AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM...*, cit., págs. 54-55.

⁶³ Vid. decretos 64/970 y 71/215 -pueden localizarse, respectivamente, en *Sem. Jur.* 1964, III, n° 30422 y 1971, III, n° 37723-.

83/359, de 2 de mayo de 1983. Esta reforma mantiene básicamente la estructura y funciones de la *SICOVAM*, pero impone la representación por medio de anotación en cuenta para todos los valores mobiliarios que, emitidos en territorio francés, estén sometidos a las leyes francesas, ya sean valores nominativos o no ⁶⁴.

⁶⁴ Art. 94-II de la Ley de 30 de diciembre de 1981.

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

Vid. RIPERT, G./ ROBLLOT, R., *Traité de Droit commercial*, Tomo II, 12^a ed., Paris, 1990, págs. 33-34; ROBLLOT, R., "La dématérialisation des valeurs mobilières", *Brochure A.N.S.A.*, n° 185, 1984; GUYON, Y., "Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières", *cit.*, págs. 451 y ss. y "Die neue Entwicklung des französischen Gesellschaftsrecht", en *ZGR*, 1985, pág. 74; FOYER, V. J., *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, Lausanne, 1985, pág. 21; DALLÈVES, L., "La dématérialisation des papiers-valeurs: un décalage croissant entre droit et réalité", en *SAG*, 1987, págs. 43 y ss.; FASQUELLE, D., "Le nantissement des valeurs mobilières", en *RTD com.*, 1995, 48 (1), pág. 1; MIGEOT, PH., "La dématérialisation des valeurs mobilières françaises", en *Banque*, 1984, págs. 827 y ss.; MEIER, A., "Neuere Entwicklungen im französischen Wertpapierrecht", en *RIW*, 1986, págs. 678 y ss.; RIVES-LANGE, J.-L./ CONTAMINES-RAYNAUD, M., *Droit bancaire*, Paris, 1990, págs. 1018 y ss.; MERCADAL, B./ JANIN, PH., en *Memento pratique Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, Paris, 1991, págs. 713 y ss.; MERLE, P., *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Paris, 1988, págs. 244 y ss.; WITZ, C., "Die Entmaterialisierung des Effektenwesens in Frankreich", en *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im*

3. ITALIA. LA MONTE TITOLI S.P.A..

También se procedió en Italia a la corrección del sistema de títulos. Se hizo dando reconocimiento oficial, por medio de la Ley número 289, de 19 de junio de 1986 ⁶⁵, a un sistema de depósito y administración centralizada de valores, que ya estaba funcionando antes de la promulgación

Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung, KREUZER, K. (dir.), Neuwied/Frankfurt, 1988, págs. 47 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); STEUER, S., "Zum neuen stückelosen Wertpapierrecht in Frankreich", en *WM*, 1984, págs. 1385 y ss.; PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata...", *cit.*, págs. 320-321.

Entre nosotros SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "La «desmaterialización» de los valores en la experiencia francesa", en *RDBB*, 1987, n° 26, págs. 431-433; TAPIA HERMIDA, A. J., "La desmaterialización de los valores mobiliarios en Francia", en *RDBB*, 1988, n° 29, pág. 239; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 367-368; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 75; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", en *Congreso Internacional sobre la Reforma del Derecho contractual y la Protección de los Consumidores*, Zaragoza, 15-18 de noviembre de 1993, (manuscrito), págs. 78-79; OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, págs. 22-23.

⁶⁵ Completada y modificada posteriormente por los reglamentos de la Consob n° 2723, de 18 de febrero de 1987, y n° 2724, de la misma fecha y, más tarde, n° 4199, de 29 de agosto de 1989.

Acerca las disposiciones de la Consob sobre este particular, *vid.* MINERVINI, G., *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989, págs. 47 y ss..

Vid. SPADA, P., "La Monte Titoli s.p.a. tra legge ed autonomia statutaria", en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli s.p.a.*, Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987, Padova, 1989, págs. 93 y ss.; ABBRESCIA, D., "La legge 289: conseguenze e applicazioni pratiche", en *L'amministrazione accentrata ...*, *cit.*, págs. 14 y ss.

de la ley ⁶⁶. La pieza clave del sistema italiano es una sociedad, a la que se le encarga la custodia, negociación y administración centralizada de los valores en ella depositados. Había sido constituida en 1978, fruto del impulso conjunto de la *Banca d'Italia*, otras entidades de crédito y organizaciones profesionales de agentes de cambio. Fue operativa desde 1981. Esta sociedad se denomina "Monte Titoli S.p.A. -Istituto per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari"⁶⁷.

⁶⁶ Si bien la naturaleza del sistema *Monte Titoli* era distinta antes y después de la promulgación de la Ley de junio de 1986. Originariamente el sistema *Monte Titoli* era una forma de depósito que suponía la entrega fiduciaria de los valores al depositario.

Vid. al respecto FOSCHINI, M., "Sull'intestazione fiduciaria dei titoli azionari", en *BBTC*, I, 1962, pág. 19; MARTORANO, F., "Gestione accentrata dei titoli di credito nel Diritto italiano. La Monte Titoli s.p.a.", en *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Tomo II, Madrid, 1994, págs. 1768-1769; CAMMARANO, G., "Il ruolo dei fondi comuni di investimento nello sviluppo del mercato dei capitali", en *Banc. impr. soc.*, 1987, n° 1, págs. 15 y ss..

⁶⁷ Merecen ser especialmente destacados dos estudios sobre la *Monte Titoli*: GUALANDI, L., *Il Monte Titoli. Le operazioni*. Milano, 1983 -redactado con anterioridad a la Ley n° 289, de 19 de junio de 1986- y LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano, 1989.

Entre nosotros, vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 372; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores...", cit., págs. 75-76; OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", cit., pág. 21.

Como en todos los sistemas correctores, en el sistema italiano, se mantiene todavía la incorporación del derecho al título. La desmaterialización tiene lugar, tan sólo, en lo que se refiere a la administración y transmisión de ese derecho. Esta desmaterialización se alcanza gracias, por un lado, a la articulación de los necesarios medios y procedimientos técnicos y, por otro lado, gracias al tratamiento de los títulos como bienes fungibles ⁶⁸.

3.1. CONTRATO DE DEPÓSITO DE LOS VALORES EN LOS OPERADORES INTERMEDIARIOS Y CONTRATO DE SUBDEPÓSITO EN LA *MONTE TITOLI*.

Este sistema contempla una pluralidad de entidades depositarias y un depósito centralizado al que acuden todas estas entidades. Los titulares de los valores depositan en las entidades depositarias y éstas son subdepositantes en la *Monte Titoli* ⁶⁹. La *Monte Titoli* abrirá una cuenta a

⁶⁸ Vid. PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata...", *cit.*, pág. 294; AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, 6ª ed., Milano, 1990, pág. 580 y "La gestione accentrata dei valori mobiliari", en *BBTC*, 1987, I, pág. 723; CASTELLANO, G., "I titoli di massa", en *BBTC*, 1987, I, pág. 33; PELLIZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, pág. 151.

⁶⁹ Cfr. AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, *cit.*, pág. 577.

Para que los intermediarios puedan proceder a contratar el subdepósito en la *Monte Titoli*, será preciso que

cada operador depositante dividida en tantas subcuentas como tipos de valores reciba en ella - art. 3 reg. 1987/2724-⁷⁰. La custodia de los títulos que recibe la *Monte Titoli* podrá efectuarse

los depositantes de los valores en su contrato de depósito - *contratto-base*- dejen constancia por escrito de la atribución de tal facultad en favor del intermediario -art. 2 l. 1986/289- (AULETTA, G./ SALANITRO, N., *op. cit.*, pág. 579 y, de los mismos Autores, "La gestione accentrata...", *cit.*, pág. 722-723).

Cfr. JAEGER, P. G./ DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, Milano, 1989, pág. 270, donde se comenta que los operadores, para proceder al subdepósito en la *Monte Titoli*, deberán endosar los títulos "con la formula «alla Monte Titoli S.p.a. ex legge 19 giugno 1986, n.29»" -art. 2 reg. 1987/2723-.

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

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

⁷⁰ Cfr. JAEGER, P. G./ DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, *cit.*, pág. 270; AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, *cit.*, pág. 580.

en las propias cajas de esta entidad o bien en las de la *Banca d'Italia* ⁷¹.

Podrán ser intermediarios adheridos al sistema los bancos, los agentes de cambio; sociedades comisionistas, fiduciarias y financieras; las propias entidades emitentes, así como entidades que tengan el control de éstas, por detentar la titularidad de los valores ⁷².

Las actuaciones relativas a los valores incluidos en el sistema se resolverán entre la *Monte Titoli* y los intermediarios; por su parte, los titulares de los valores sólo podrán relacionarse con los intermediarios ⁷³ y serán estos segundos quienes transmitirán a la *Monte Titoli* las órdenes recibidas de aquéllos ⁷⁴.

⁷¹ Art. 1 reg. 1987/2724.

⁷² Art. 4 reg. 1987/2723.

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

⁷³ Vid. CAPRIGLIONE, F., "Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari", en *BBTC*, 1987, I, pág. 287, donde se comentan algunos aspectos de la relación entre el cliente y su intermediario.

⁷⁴ GUALANDI se ocupa detenidamente del estudio de las relaciones entre *Monte Titoli* y los clientes (vid. *Il Monte Titoli...*, cit., págs. 43 y ss.) y las relaciones entre los intermediarios con *Monte Titoli* y con los clientes (op. cit.,

El art. 1 reg. 19878/2723 establece que podrán subdepositarse en la Monte Titoli los siguientes valores: títulos cotizados en Bolsa - *azioni, obbligazioni, titoli di partecipazione o di risparmio emessi da banche pubbliche*-; títulos fungibles, similares a las obligaciones, cotizados o no, emitidos por los bancos -*buoni fruttiferi, certificati di deposito*-; otros valores mobiliarios que incorporen derechos de suscripción o de adquisición que se desprendan de valores ya incluidos en el sistema o relativos a ellos - *diritti di opzione, warrants*- ⁷⁵.

3.2. SISTEMA DE *NEGOZIAZIONE ACCENTRATA* DE LOS VALORES INCLUIDOS EN EL SISTEMA.

págs. 81 y ss.); vid. también AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, cit., pág. 579

⁷⁵ Cfr. AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, cit., pág. 579, donde se observa que además "la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, può deliberare l'immissione nel sistema anche di altri valori mobiliari non quotati, purché «di larga diffusione» tra il pubblico".

También podrán depositarse títulos al portador. Sobre la actualización del libro de socios -art. 9 l. 1986/289-, vid. LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, cit., págs. 75 y ss.; BARBUZZI, G., "La «nuova» Monte Titoli...", cit., pág. 1249 y "La Monte Titoli...", cit., pág. 60; AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto Commerciale*, cit., pág. 584.

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

La transmisión de títulos se realiza por medio de operaciones contables. Los sujetos implicados en la operación son: el titular de los valores transmitidos, el operador -banco, agente de cambio, etc.- en el que el titular depositó los valores, la *Monte Titoli*, el sujeto beneficiario de la transmisión y el operador con que se relacione este beneficiario -si es que se relaciona con un operador distinto del del transmitente^{76- 77}. La *Monte Titoli*, cuando se lo ordene el operador del transmitente, efectuará un asiento de cargo en la cuenta del *tradens* y un asiento de abono en la cuenta del *accipiens* -giroconto-⁷⁸, de modo que se logra con ello la inmovilización de los títulos⁷⁹,

⁷⁶ Un análisis ambas tipos de transmisión, dependiendo de que participen uno o más operadores, en PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata...", cit., págs. 313-314.

⁷⁷ Respecto a los sujetos intervinientes, con más detalle, vid. GUALANDI, L., *Il Monte Titoli...*, cit., págs. 105-106.

⁷⁸ Cfr. PARTESOTTI, G., "Profili cartolari del sistema Monte Titoli", en *BBTC*, 1987, I, pág. 606.

AULETTA y SALANITRO (en *Diritto commerciale*, cit., pág. 578) comentan este hecho centrando la atención en los aspectos técnico instrumentales, que, a nuestro juicio, son los menos relevantes en la descripción jurídica del fenómeno analizado. Así, afirman que "l'esecuzione dei trasferimenti successivi al subdeposito possa avvenire mediante la registrazione di impulsi elettronici..." -el subrayado es nuestro- (vid., de los mismos Autores, "La gestione accentrata...", cit., pág. 724).

⁷⁹ "Non si ha quindi alcun passaggio materiale che coinvolga i documenti: questi restano dove si trovavano -nei depositi della Monte Titoli-" (cfr. JAEGER, P. G./ DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, cit., pág. 271).

los cuales circularán "in maniera svincolata dal materiale trasferimento dei documenti" ⁸⁰.

Por disposición de la Ley 1986/289 ⁸¹ y gracias al carácter fungible de los títulos incluidos en el sistema, la Monte Titoli no está obligada a entregar, cuando sea el caso, los mismos títulos que se subdepositaron en ella, sino "un corrispondente quantitativo di titoli della stessa specie" -tantundem- ⁸².

Del mismo modo que es posible la transmisión de la titularidad real plena sobre los valores

⁸⁰ Cfr. JAEGER, P. G./ DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, cit., pág. 270.

Vid. OPPO, G., "Una svolta dei titoli di massa...", cit., pág. 16 y "Dal progetto alla legge Monte Titoli", en *RDCiv*, 1986, II, págs. 440-441; DI CHIO, G., "I vincoli sui titoli depositati presso la Monte Titoli s.p.a.", en *IF*, 1986, n° 3, pág. 25; AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, cit., pág. 581; MARTORANO, F., "Gestione accentrata dei titoli di credito...", cit., pág. 1783-1784; BARBUZZI, G., "La Monte Titoli S.p.a.. Novità e prospettive", en *impresa*, 1987, n° 1, págs. 62-63.

Una comparación entre la operación de giro y la transmisión cartular de los valores en PARTESOTTI, G., "Profili cartolari del sistema Monte Titoli", cit., págs. 605-606.

⁸¹ Art. 4 Ley 1986/289.

⁸² Cfr. CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 1988, pág. 128; AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, cit., pág. 580.

admitidos en el sistema, cabe también constituir sobre ellos derechos reales limitados ⁸³.

3.3. EJERCICIO DE LOS DERECHOS QUE SE DERIVEN DE LOS VALORES INCLUIDOS EN EL SISTEMA.

Para el ejercicio de los derechos que se derivan de los valores, se distingue entre los derechos de naturaleza patrimonial y los derechos políticos o administrativos ⁸⁴. El ejercicio de los derechos patrimoniales será gestionado directamente por la *Monte Titoli* ⁸⁵. En cambio los derechos políticos son ejercitados por los propios titulares

⁸³ Vid. MINERVINI, G., "Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di credito", en *BBTC*, 1990, I, págs. 145 y ss., esp. 147 y ss.; AIROLDI, A., "Pegno di titoli conferiti alla Monte Titoli", en *Dir. banca merc. fin.*, 1987, I, págs. 367 y ss.; LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, cit., págs. 175 y ss.; GUALANDI, L., *Il Monte Titoli...*, cit., págs. 134 y ss..

⁸⁴ LENER, después de resaltar los inconvenientes a los que conduce la adopción acrítica de esta "classificazione «binaria»" (vid. *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, cit., págs. 107 y ss.), comenta el criterio clasificatorio, más depurado, adoptado por la Ley n° 289, de 19 de junio de 1986, que distingue entre "diritti esercitati direttamente dai depositanti -non delegabili al Monte-" y "diritti il cui esercizio è delegato al Monte" (op. cit., pág. 112) e, incluso, distingue también entre "diritti delegati «automaticamente» al Monte" y "diritti delegati al Monte solo su istruzioni dei depositanti" (op. cit., págs. 112-113); cfr. también AULETTA, G./ SALANITRO, N., "La gestione accentrata...", cit., pág. 725.

⁸⁵ Cfr. PARTESOTTI, G., "Profili cartolari del sistema Monte Titoli", cit., pág. 604; GUALANDI, L., "Commento alla legge 19 giugno 1986, n. 289", en *Giur. comm.*, 1986, II, pág. 815.

de los valores ⁸⁶. Con este fin las entidades depositarias entregarán a los titulares sus correspondientes *certificados* de depósito, que les valdrán como *medio de legitimación* suficiente ⁸⁷.

4. OTRAS EXPERIENCIAS DE DERECHO COMPARADO.

4.1. ESTADOS UNIDOS.

En Estados Unidos también se constituyó un sistema corrector como reacción al caos en que había desembocado el sistema de títulos ⁸⁸. Fue en

⁸⁶ Vid. BARBUZZI, G., "La Monte Titoli...", *cit.*, págs. 61-62.

⁸⁷ Cfr. CHIOMENTI, F., "Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli", en *RDComm*, 1984, I, págs. 235 y ss.; LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, *cit.*, págs. 89 y ss; PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata...", *cit.*, pág. 295-296; AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, *cit.*, págs. 582-583; JAEGER, P. G./ DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, *cit.*, pág. 271.

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

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

⁸⁸ *Vid.* DE LA CUESTA RUTE, J. M., *La acción como parte del capital...*, *cit.*, págs. 304 y ss.; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 370-372; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 79 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 503.

una Bolsa de Nueva York -*New York Stock Exchange*- donde se produjo la primera crisis del papel en el mercado norteamericano. Esta misma Bolsa, antes de que llegase a su culmen la crisis del papel, había iniciado unos estudios sobre la posible implantación de un depósito central de valores - *Central Certificate Service: CCS-*, que fue adoptado en 1966 ⁸⁹. A principios de la década de los setenta, tras haber superado las primeras dificultades que se le presentaron, el sistema ya estaba funcionando satisfactoriamente; las entregas materiales de los títulos depositados eran sustituidas por anotaciones contables -para lo cual, el certificado de las acciones debía estar endosado en blanco o registrado a nombre de la sociedad o de un *nominee*, según dispuso el *Uniform Commercial Code -UCC-* ⁹⁰. También el modelo norteamericano sienta sus bases

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

⁸⁹ Vid. DE LA CUESTA RUTE, J. M., *La acción como parte del capital...*, cit., págs. 316-317.

⁹⁰ § 8-320 (1) y (3).

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

sobre la consideración de las acciones como fungibles ⁹¹.

4.2. DINAMARCA.

De los distintos sistemas hoy día vigentes, el danés es el primero que optó por la *desmaterialización total obligatoria* ⁹². Fue establecido por *The Danish Securities Center Act* n° 165, de 27 de abril de 1983 y el *Companies Act* de 1986 ⁹³. En un principio el sistema era sólo obligatorio para los títulos obligacionarios al portador. Desde 1988 la desmaterialización se ha extendido también a los títulos accionarios cotizados en Bolsa ⁹⁴.

⁹¹ UCC § 8-313-(1)-(e), en relación con § 8-320.

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

⁹² Vid. DRUEY, J. N., "Die Entmaterialisierung des Wertpapiers...", cit., pág. 67; OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", cit., pág. 23.

⁹³ Ambas normas son publicadas en su versión oficial en inglés por el Estado danés.

⁹⁴ Los pronunciamientos de la doctrina acerca del modelo danés son todavía escasos.

LENER (en *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, cit., págs. 4, nota 9, y 17, nota 46) hace referencia a una *brochure* publicada en febrero de 1988 por la *Vaerdipapircentralen*, bajo el título *Danish Securities Center*, así como a algunas obras de carácter general: MICHELSEN, A., *Company Law*, en GAMMELTHOF-HANSEN, H./ GOMARD, B./ PHILIP, A., *Danish Law. A general survey*, Copenhagen, 1982,

La institución que gestiona el registro contable de valores es la *Vaerdipapircentralen* ⁹⁵.

Gracias a la existencia de entidades intermediarias, autorizadas para la llevanza del registro contable de valores, es posible que se mantenga frente al emitente el anonimato de los titulares ⁹⁶.

4.3. SUIZA: LA *SCHWEIZERISCHE EFFEKTEN-GIRO AG* *-Sega-*

Suiza cuenta con un sistema corrector, surgido en 1970 cuando un grupo de bancos constituye la *SEGA -Schweizerische Effekten-Giro AG-* ⁹⁷.

págs. 267 y ss.; SPAUDE, K. H., *Das dänische Rechtswesen*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1976.

⁹⁵ Cuyo estatuto fue publicado con fecha de 23 de febrero de 1988.

⁹⁶ Con relación al modelo francés -en el que también se da la desmaterialización total obligatoria- el sistema danés tiene a su favor el haber evitado en su terminología las expresiones "título nominativo" y "título al portador", que en el contexto de los valores desmaterializados no hace sino inducir a error (vid. LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, cit., pág. 17).

⁹⁷ Vid. SCHLEGEL, A., *Die schweizerische Effektingiro AG un ihre Beziehung zum Bankkunden in der Verwahrung von Wertpapieren*, Bern-Stuttgart, 1983; RICKENBACHER, R., *Globalurkunden und Bucheffekten*, Zürich, 1981; ETTER, E., "Gedanken zur Sammelverwahrung von Wertschriften", en *SJZ*, 1978, págs. 101 y ss.; PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata...", cit., págs. 321-322; OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", cit., pág. 21.

No es éste un sistema de desmaterialización total facultativa ⁹⁸, porque en él cabe la retirada de los valores del sistema, momento en el cual se imprimirían los títulos necesarios para la materialización de los derechos ⁹⁹.

La transmisión de los valores tendrá lugar por medio de transferencias contables realizadas por los bancos afiliados al sistema. Estas transferencias serán efectuadas por la SEGA en aquellos casos en que los valores se transmitan de un banco a otro ¹⁰⁰.

4.4. REINO UNIDO: EL SISTEMA *TALISMAN - TRANSFER ACCOUNTING, LODGEMENT FOR INVESTORS AND STOCK MANAGEMENT FOR JOBBERS-*.

Desde 1979 funciona en el Reino Unido el sistema *TALISMAN -Transfer Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers-*.

Vid. también MEIER-HAYOZ, A., "Abschied vom Wertpapier?", en ZBJ, 1986, pág. 385.

⁹⁸ Es, más bien, un modelo del estilo del que luego se implantaría en España con el D 1128/1974.

⁹⁹ Cfr. FORSTMOSER, P./ LÖRTSCHER, T., "Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck. Ein Konzept zur Rationalisierung der Verwaltung und des Handels von Schweizer Namenaktien", en *Schweiz. Akt.*, 1987, págs. 51 y ss..

¹⁰⁰ Cfr. PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata...", cit., pág. 322.

El *TALISMAN* no llega a ser un sistema de depósito centralizado ¹⁰¹. Es simplemente un sistema de liquidación de operaciones sobre títulos-valores. Podrán entrar en el sistema sólo valores cotizados en Bolsa. Funciona por medio de la *SEPON Ltd. -Stock Exchange Pool Nominee-*, entidad depositaria de la Bolsa de Londres, a nombre de la cual se inscriben los títulos objeto de contratación hasta la liquidación de las operaciones. El sistema está integrado también por otra entidad, el *Stock Exchange Settlement Center*, que lleva la contabilidad de todas las ventas y adquisiciones realizadas por los intermediarios -*jobbers* o *brokers*- adheridos a la *SEPON Ltd.* ¹⁰².

¹⁰¹ Cfr. GUALANDI, L., *Il Monte Titoli...*, cit., pág. 12, nota 31.

¹⁰² Sobre el sistema *TALISMAN*, vid. PENNINGTON, *Company Law*, 5ª ed., London, 1985, págs. 422 y ss..

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

El 11 de marzo de 1993 fracasaba un intento de solución al problema, denominado *TAURUS -Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock-*. *TAURUS* era un proyecto de desmaterialización de los valores. Habría eliminado la necesidad de representación documental -por medio de *papel*- para los valores de todas aquellas sociedades que hubiesen querido adherirse al sistema -era un sistema *facultativo*, no un sistema *obligatorio*, como la *SICOVAM* francesa- y la habría sustituido por la anotación de los valores en un registro. En una primera fase, su *ámbito objetivo* habría cubierto tan sólo a valores de sociedades británicas. Una de las apuestas más fuertes de este proyecto era que, dentro de su *ámbito subjetivo*, se verían incluidos no sólo los inversores institucionales, sino también los inversores privados, o al por menor. Uno de los principales

propósitos de TAURUS era acelerar la liquidación de las operaciones en Bolsa. El sistema de cuenta bisemanal habría sido sustituido por un sistema de liquidación continua -de forma que las operaciones se liquidasen en un número de días fijo, a contar desde la fecha en que tuviese lugar el acuerdo de transmisión, apuntando, en este sentido, hacia el D+3-. También se aseguraría la denominada "DVP" -delivery versus payment o entrega contra pago- (cfr. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "El fracaso de TAURUS. Los problemas del proceso de desmaterialización de los valores en el Reino Unido", en *RDEB*, 1993, n° 50, pág. 609).

El fracaso del proyecto TAURUS no se debió a problemas de orden legal. Ciertamente, hubo un primer momento en el que el Ministerio de Comercio e Industria se retrasó todo un año en hacer las rectificaciones necesarias en la ley de sociedades para poder amparar la transmisión de valores por procedimientos informáticos. Pero, al fin, el sistema contaba con la oportuna instrumentación jurídica y se había otorgado a la Bolsa poder para la elaboración de las ulteriores normas de desarrollo. En el momento en que el proyecto fue cancelado tan sólo quedaban por ultimar normas de detalle. Los problemas técnicos que se desprendían de la complejidad del sistema fueron la causa de que el proyecto TAURUS fuese abandonado por la Bolsa de Londres. El resultado obtenido tras haber probado el sistema fue que de las 154 tareas que debía realizar, sólo 50 habían funcionado de modo satisfactorio. La rectificación del sistema suponía tres años más de espera y una inversión económica equivalente a la ya realizada hasta la fecha -300 millones de libras- (cfr. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "El fracaso de TAURUS...", cit., pág. 610). Vid. también HILL, P. D., "The demise of TAURUS", en *Palmer's in company*, issue 5/93, may 19, 1993, págs. 1-2; "El «Taurus» abandonado tras un largo recorrido", en *Bolsa de Madrid*, 1993, n° 9, pág. 43.

CAPÍTULO II

LA DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES EN EL MODELO DEL DERECHO ESPAÑOL.

1. Los intentos de solución de los sistemas correctores. 1.1. Los títulos múltiples. 1.2. El sistema de fungibilidad en el RD 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios. **2. La desincorporación de los valores. El Sistema sustitutivo o solución rupturista de nuestro ordenamiento.** 2.1. Introducción. 2.2. Antecedentes de la desincorporación de los valores en el Derecho español. 2.2.1. *La previsión de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta en la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, y en las leyes de Presupuestos del Estado para 1979, 1980 y 1981. La efectiva emisión de Pagarés del Tesoro representados por medio de anotaciones en cuenta -RD 1849/1981 y OM de 16 de septiembre de 1981-*. 2.2.2. *RD 656/1982, de 3 de abril, sobre emisión de Deuda Pública interior y amortizable.* 2.2.3. *La ampliación del ámbito objetivo de los valores anotados en cuenta a los bonos del Estado. Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987; RD 2640/1986, de 30 de diciembre; OM de 22 de enero de 1987.* 2.2.4. *RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.* 2.2.4.1. *Antecedentes legales y actual vigencia del RD 505/1987.* 2.2.4.2. *Fines perseguidos por el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda Pública.* 2.2.4.3. *Estructura del sistema de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta. Sistema de registro de doble escalón.* 2.2.4.4. *Operaciones sobre la Deuda Pública anotada.* **3. El sistema de anotaciones en cuenta establecido por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.** 3.1. Consideraciones generales. 3.1.1. *Marco legal.* 3.1.2. *Catalogación del sistema de anotaciones en cuenta de la LMV como un sistema de desmaterialización total facultativa.* 3.1.3. *Aportaciones de la LMV que afectan de modo especial a nuestro objeto de estudio.* 3.2. *Ámbito de aplicación del régimen jurídico de los valores anotados en cuenta.* 3.2.1. *Ámbito objetivo de aplicación.* 3.2.2. *Ámbito subjetivo de aplicación.* 3.2.2.1. *Vinculación originaria.* 3.2.2.2. *Vinculación voluntaria.*

CAPÍTULO II

LA DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES EN EL MODELO DEL DERECHO ESPAÑOL.

1. LOS INTENTOS DE SOLUCIÓN DE LOS *SISTEMAS CORRECTORES*.

Hemos procurado destacar más arriba que en la crisis de los títulos-valores se puede distinguir entre dos tipos de elementos críticos. Unos evidencian la existencia de fisuras en la estructura jurídica de los títulos-valores. Junto a estos se encuentra la *materialidad* del título, que se había convertido en un inconveniente y resultó ser el detonante de la crisis, en la que tuvieron más importancia los aspectos cuantitativos - profusión de títulos- que los cualitativos -los señalados errores en la configuración jurídica de los títulos-valores-.

Los sistemas correctores introdujeron modificaciones en el sistema de títulos-valores para solucionar las consecuencias negativas a las que éste había llevado, pero en ellos todavía se mantenía la existencia del título. Los sistemas correctores prestaban más atención a los aspectos cuantitativos de la crisis que a los cualitativos

¹⁰³. A su vez, pueden diferenciarse dos modalidades de sistema corrector. Una posibilidad consiste en *modificar el documento para simplificar su procedimiento de manipulación* ¹⁰⁴. Otros sistemas correctores dirigieron sus esfuerzos a *evitar la manipulación y movilización de los títulos* ¹⁰⁵.

1.1. LOS TÍTULOS MÚLTIPLES.

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

¹⁰³ Como veremos más adelante, la principal diferencia entre los *sistemas correctores* y los *sistemas sustitutivos* es que en éstos segundos se opta por buscar un sistema de representación de los valores distinto al de los títulos y que no tenga los errores dogmáticos de éste. Se sustituye el título por un medio de representación diverso.

¹⁰⁴ Sin embargo la eficacia de estas medidas es bastante reducida, especialmente en el ámbito de los títulos de inversión, en el que se han visto ampliamente superadas por otros sistemas más acertados. En todo caso, estas tendencias tuvieron mayor aceptación en el ámbito de los efectos de comercio, en el que los *modelos normalizados de cheque y pagaré*, o el *modelo oficial de letra de cambio* -susceptibles de ser manipulados mecanizadamente y de recibir inscripciones magnéticas- si que resultaron útiles para la agilización del tráfico. Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 364-365.

¹⁰⁵ Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 19; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 364.

de los títulos a la que había llevado el sistema de depósito.

Un paso natural en este proceso fue el recurso a los títulos múltiples ¹⁰⁶. Si el título nacía para ser depositado, no tenía especial sentido el coste económico de su representación e impresión individualizada, ni el coste, todavía mayor, del almacenaje de millones de títulos individuales en las cámaras de depósito de las entidades financieras que prestaban este servicio.

Un título múltiple representaba en un sólo documento una pluralidad de derechos, que antes eran incorporados, de forma separada, cada uno en un sólo documento.

Sin embargo, seguía existiendo la posibilidad -en cuanto facultad reconocida al titular de los derechos encartados- de solicitar la documentación individualizada de los derechos incorporados al título múltiple. Es decir, el fraccionamiento del título múltiple era una posibilidad siempre latente y, en algunas ocasiones, incluso necesaria -como podía ocurrir en el caso de transmisión a un

¹⁰⁶ En el ordenamiento alemán los *Sammelurkunde* son introducidos el 24 de mayo de 1972 por una modificación del *Depotgesetz*, §§ 2-9 a.

Vid. STÜDEMANN, *Die Globalaktie*, cit., págs. 176 y ss..

tercero de derechos incorporados al título múltiple-. Esto venía a acentuar el carácter transitorio de la solución aportada por los títulos múltiples, que en absoluto resolvían de modo definitivo el problema de la masificación. El juicio que despertaron estos títulos en la doctrina fue mayoritariamente negativo ¹⁰⁷.

*

* *

En la experiencia de todos los países, el contento con los sistemas correctores siempre fue pasajero, pues, de inmediato, resultaba evidente que la "perfección" de los sistemas correctores iba unida a una clara *situación de incoherencia*. Todos los esfuerzos de los sistemas correctores iban dirigidos a la inmovilización de los títulos para evitar los inconvenientes de su tratamiento. El logro de un sistema corrector estaba en alcanzar la inmovilización del título-valor, la "inmovilización" de un instrumento que había sido creado para la "movilidad". Otra manifestación del

¹⁰⁷ Vid. EIZAGUIRRE, J. M., *Bases para un reelaboración...*, cit., pág. 83-84 (donde hace referencia a la doctrina alemana que critica estos instrumentos: FABRICIUS, ZÖLLNER, CANARIS); y, en general, con relación a ésta figura: DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 367; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores...", cit., pág. 76.

absurdo al que había conducido la dirección tomada por los sistemas correctores era el hecho de que *fuese necesaria, para la representación de un sólo derecho, la existencia de dos títulos.* Un título había sido emitido para incorporar a él el derecho cuyo régimen de circulación se había querido agilizar y asegurar. Pero, llegado el momento en el cual, los títulos son depositados, para seguir buscando un medio más ágil y seguro de circulación de los derechos, se hace necesario emitir un nuevo título -el certificado de depósito- para la representación de aquel mismo derecho ¹⁰⁸.

El camino seguido por los sistemas correctores puede describirse como un avance hacia la *desmaterialización* de los derechos incorporados a títulos. Ya se había alcanzado la desmaterialización de la transmisión y la del ejercicio del derecho. Pero seguía persistiendo una forma *material* en la representación y constitución -creación- del derecho mismo. Los sistemas correctores todavía no habían conseguido desligarse del peso que suponían los títulos. Esto les impedía progresar en su empeño y les sumergía en el laberinto de contradicciones que hemos descrito.

¹⁰⁸ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1217.

Era preciso dar un paso hacia atrás en la vía escogida por los sistemas correctores y un paso adelante en el proceso de desmaterialización de los derechos. Esta vez un paso *cualitativo*: la definitiva *desincorporación* de los derechos de los títulos-valores. Esta fue la opción, acertada, que adoptaron los llamados sistemas "sustitutivos": no entretenerse en la enrevesada labor de corrección del sistema cartular y crear un sistema que cuente *ab initio* con una forma *inmaterial* de representación de los derechos.

1.2. EL SISTEMA DE FUNGIBILIDAD EN EL RD 1128/1974, DE 25 DE ABRIL, SOBRE LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN DE OPERACIONES EN BOLSA Y DE DEPÓSITO DE VALORES MOBILIARIOS.

Nuestro sistema corrector se corresponde con el establecido por el RD 1128/1974, de 25 de abril -desarrollado por la Orden de 20 de mayo de 1974-¹⁰⁹. Encuentra su antecedente más claro en la ley alemana de 4 de febrero de 1937 -*Depotgesetz*-¹¹⁰.

¹⁰⁹ Sobre este sistema, vid. GARRIGUES, J., *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974. Vid. también PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", *cit.*, págs. 94-96.

¹¹⁰ Vid. BERCOVITZ, A., "El Derecho del mercado de capitales", en *RDBB*, 1988, n° 29, pág. 83.

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

El Decreto, además de reconocer esta situación, ordenó y corrigió el sistema, declarando la fungibilidad de los títulos e inmovilizándolos, mediante el establecimiento de unas entidades depositarias al efecto ¹¹¹. El preámbulo del Decreto explicita que la finalidad del sistema por él establecido es "salvar las dificultades con que tropieza actualmente el tráfico jurídico, que tiene que desenvolverse con la numeración específica de los títulos en la documentación de operaciones y manipular físicamente una ingente masa de papel".

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

¹¹¹ *Vid.* BERCOVITZ, A., "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 83. Las entidades depositarias eran Bancos y Cajas de Ahorros adheridos al sistema (*vid.* OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 20).

En el preámbulo se manifiesta abiertamente la inspiración del sistema en la experiencia de los países más desarrollados.

El sistema establecido por el Decreto 1128/1974 se asienta sobre cinco principios fundamentales: voluntariedad en la entrada y salida del sistema; fungibilidad de los títulos ¹¹²; inmovilización de los documentos; la transmisión de los títulos tiene lugar por medio de anotaciones contables; para el ejercicio de los derechos será medio de legitimación suficiente la presentación del documento acreditativo de depósito que expida la entidad depositaria -no siendo necesario el desplazamiento material y presentación de los títulos- ¹¹³.

¹¹² Comenta RECALDE CASTELLS que "en la medida en que los valores adquirirían carácter fungible a partir de su inserción en el sistema, el depositante se obligaba a aceptar en restitución de los títulos depositados no aquellos que entregó, sino otros tantos de la misma especie y calidad" (cfr. "Depósito administrado de valores [depósito abierto de valores]", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, cit., pág. 2137).

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

La figura del *Blankoindossament* es utilizada con la misma finalidad en el sistema de *Sammelverwahrung* alemán (vid. OPITZ, G., "Die Girosammelverwahrung von Inhaberteilschuldverschreibungen und Orderpapieren", en *Fünzig depotrechtliche ...*, pág. 160).

¹¹³ Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 374.

2. LA DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES. EL SISTEMA SUSTITUTIVO O SOLUCIÓN RUPTURISTA DE NUESTRO ORDENAMIENTO.

2.1. INTRODUCCIÓN.

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

En un primer momento, había resultado conflictiva la circulación de los derechos cuando éstos se sometían tan sólo al régimen del Derecho de obligaciones. La forma de alcanzar un mayor grado de seguridad y de agilidad en la circulación de los derechos fue la *representación* de éstos en forma de títulos, pues la Ley había dispuesto que los derechos incorporados a títulos-valores se someterían al régimen de los Derechos reales. La crisis del papel y la consiguiente crisis de los títulos-valores volvía a ser una cuestión íntimamente relacionada con la forma de *representación* de los derechos. Y la solución que, por el momento, ha sido alcanzada para este conflicto ha venido también de la mano de una nueva forma de representación de los derechos subjetivos: la *anotación contable* o *inscripción registral* de los derechos.

Obviamente, el fin perseguido con estas alteraciones no se reducía al capricho por someterse a una u otra forma de representación. Íntimamente unido al interés por la forma, se encuentra el interés por el régimen jurídico que ésta lleva aparejado. En último término, el objetivo buscado con toda modificación en la forma de representación de los valores siempre ha sido alcanzar un régimen más propicio para su circulación ágil y segura. Ahora bien, es muy sugerente observar el peso que uno y otro interés ha tenido en las distintas fases del itinerario recorrido por lo que ahora conocemos como valores ¹¹⁴.

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

¹¹⁴ Por regla general, en una materia cualquiera los aspectos *sustanciales* suelen ocupar un puesto principal, mientras que los aspectos *formales* ocupan un puesto secundario y cobran su importancia en la medida en que son expresión de los sustanciales. Observaremos que en la cuestión que nos ocupa, en cierto sentido, este orden no ha sido siempre así.

En la fase correspondiente a los sistemas correctores, la representación de los valores en forma de títulos había pasado a ser expresión del logro de toda una construcción dogmática ¹¹⁵ y parece como si a la doctrina le interesara más mantener intacta esta forma de representación de los valores que buscar un régimen adecuado para ellos. Esto explica las complicadas construcciones a las que se llegó en este periodo. Ese apegamiento a la representación cartular no fue sino una rémora, que impidió un normal desarrollo del régimen jurídico de los valores.

Los sistemas sustitutivos surgieron cuando de nuevo la doctrina volvió a centrar su interés de forma directa en la búsqueda de un régimen jurídico adecuado para los valores, sin que su configuración estuviera condicionada por vinculación alguna a una forma específica de representación del valor. Esta es la fase en la que actualmente nos encontramos. Podríamos decir que, en cierta medida, el acierto de la actual solución a la crisis de los títulos-valores ha sido motivado por esa claridad

¹¹⁵ Recuerdesé la expresión de RIPERT (recogida por OLIVENCIA RUIZ, en "La incorporación del derecho al título...", cit., pág. 16) quien afirmó que el título-valor fue un invento maravilloso con una importancia en el mundo jurídico mercantil equivalente a la que tuvo la máquina de vapor en la producción industrial.

de planteamientos, consistente en situar en un primer orden de preferencia los aspectos sustanciales -lo referente al régimen jurídico- y en un segundo término, supeditado al primero, los aspectos formales -la representación del derecho-. Es así como se ha llegado al régimen de los valores anotados en cuenta.

No obstante el acierto en los planteamientos y en la dirección adoptada, hay que admitir, sin embargo, que el sistema de anotaciones en cuenta se ve afectado por varias cuestiones problemáticas. Algunas de ellas se explican por la misma novedad del sistema. Especialmente conflictivo resulta el hecho de que no exista aún una opinión doctrinal uniforme en lo que se refiere a la naturaleza jurídica que corresponda a las anotaciones en cuenta ¹¹⁶. Este desacuerdo en la doctrina viene motivado por la previa discusión existente en torno al tema de la calificación de las anotaciones en cuenta como forma de representación de los valores -mientras que algunos Autores entienden que ya no puede hablarse de *incorporación*, otros opinan que nos encontramos ante una "*incorporación no documental*"-. La delimitación de la naturaleza jurídica de los valores anotados es de especial

¹¹⁶ Vid. *infra* V.1.2..

interés, pues de ella depende la determinación de las normas a las que acudamos -ya sea por vía de analogía o de aplicación directa- para integrar o completar el régimen de éstos valores ¹¹⁷.

2.2. ANTECEDENTES DE LA DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES EN EL DERECHO ESPAÑOL.

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

2.2.1. LA PREVISIÓN DE DEUDA PÚBLICA REPRESENTADA POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA EN LA LEY 11/1977, DE 4 DE ENERO, GENERAL PRESUPUESTARIA, Y EN LAS LEYES DE PRESUPUESTOS DEL ESTADO PARA 1979, 1980 Y 1981. LA EFECTIVA EMISIÓN DE PAGARÉS DEL TESORO REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA -RD 1849/1981 Y OM DE 16 DE SEPTIEMBRE DE 1981-.

¹¹⁷ Vid. *infra* nuestra opinión, en V.1.2.2..

En la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, se encuentra la primera expresión de nuestro ordenamiento tendente al reconocimiento de la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta ¹¹⁸.

¹¹⁸ Arts. 101 y 102 Ley 11/1977.

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

Observa SANTOS MARTÍNEZ que en el RD Legislativo 1091/1988 "se puntualiza, en términos más precisos en cuanto a la forma de representación y más amplios en cuanto al emisor, que «la Deuda Pública podrá ser representada en anotaciones en cuenta, títulos-valores o cualquier otro documento que formalmente la reconozca» -art. 102.1- y que por «Deuda Pública» hay que entender tanto la «Deuda del Estado» como la «Deuda de los Organismos autónomos» -art. 101.1-" (cfr. "Valores informatizados", cit., pág. 9 y "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.), *Derecho de sociedades anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 1, Madrid, 1994, págs. 369-370; vid. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos", en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), Madrid, 1992, pág. 266; MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M^a C., "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", en *CREDF*, 1990, n^o 66, págs. 223 y 224).

Vid. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Los pagarés del Tesoro: un nuevo instrumento de deuda pública", en *RDBB*, 1983, n^o 9, pág. 118, donde se comenta cómo "el Tesoro inició a finales de 1977 una nueva política de deuda pública, política cuyo rasgo más destacado ha sido el paulatino acercamiento a las condiciones de mercado". Este mismo Autor hace también

El artículo 101.2 de esta Ley reconoce que "la Deuda del Estado podrá estar representada en títulos-valores o en cualquier otro documento o cuenta que formalmente lo reconozca" ¹¹⁹ y se añade que "el Estado podrá contraer deudas no documentadas en títulos-valores ni como consecuencia de operaciones de crédito en sus distintas clases, pero siempre que esté autorizado por la Ley" ¹²⁰.

Podemos señalar dos aspectos especialmente destacables en esta disposición. En primer lugar, la intencionada limitación del ámbito al que se dirigía la nueva forma de representación -que quedaba restringido tan sólo a la "Deuda del Estado"- . En segundo lugar, hemos de tomar en consideración que la Ley 11/1977 tan sólo reconocía

referencia a la Ley 11/1977, como "fundamento legal último de los pagarés del Tesoro" (*op. cit.*, pág. 119).

¹¹⁹ El término "cuenta", utilizado por el art. 101.2 Ley 11/1977, es especialmente sugerente, pues en él se comienza a vislumbrar la dimensión contable que han terminado adoptando los valores en la LMV.

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

¹²⁰ *Vid.* PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI (Derecho y Tecnología)", *LA LEY*, 1991, n° 2671, pág. 1004; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 266 y "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 2.

una *facultad* en favor del Estado para representar su Deuda por un medio distinto de los títulos-valores, pero no llegaba a articular un régimen concreto para la representación de Deuda Pública en anotaciones.

Esta posibilidad de representar la Deuda Pública por medio de anotaciones en cuenta, que concedía la Ley General Presupuestaria, fue también contemplada en las leyes de Presupuestos del Estado de los años posteriores, pero no fue puesta en práctica -*vid.* Ley 1/1979, de 19 de julio, de Presupuestos del Estado para 1979, art. 21.1.1º, párrafo segundo; Ley 42/1979, de 29 de diciembre, de Presupuestos del Estado para 1980, art. 23.1.1º, párrafo cuarto; Ley 74/1980, de 29 de diciembre, de Presupuestos del Estado para 1981, art. 24.1.1º, párrafo cuarto ¹²¹-. .

¹²¹ "En las tres se repite expresamente la misma posibilidad: La Deuda del Tesoro podrá estar representada tanto en títulos-valores como por anotaciones en cuenta -en la Ley 1/1979 se dice «anotaciones en cuentas», empleando un plural tal vez debido, más que a una errata, a la circunstancia de no estar consolidada la expresión" (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 10 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, págs. 370-371).

Vid. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M^a C., "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 223; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Los Pagares del Tesoro...", *cit.*, págs. 119-120; LASARTE ÁLVAREZ, J., "Los Pagares del Tesoro. La Deuda Pública en el período 1979-1984", en *Estudios sobre tributación bancaria*, Madrid, 1985, págs. 409 y ss..

Por fin, después de las referidas normas, en las que tan sólo se contenía la posibilidad de representación de la Deuda por medio de anotaciones, el RD 1849/1981, de 20 de agosto, por el que se acordó la emisión de Deuda del Tesoro, interior y amortizable, estableció ¹²² de modo *imperativo*, en su art. 2, que "la emisión de Deuda del Tesoro que el presente Real Decreto autoriza (...) se materializará en anotaciones en cuenta en el Banco de España". La OM de 16 de septiembre de 1981, por la que se desarrolló el RD 1849/1981, dispuso que la Deuda del Tesoro "se formalizará en Pagarés del Tesoro que podrán materializarse mediante anotaciones en cuenta en el Banco de España" ¹²³ -número 3- ¹²⁴ y estableció un "sistema

¹²² Acogiéndose a lo dispuesto por el art. 24.1.1º de la citada Ley 74/1980, de 29 de diciembre, de Presupuestos de Estado para 1981.

¹²³ A nuestro juicio, no es acertada la OM con la terminología empleada, como tampoco lo es el RD 1849/1981, pues se dice que la Deuda se "materializará" en anotaciones en cuenta. Las anotaciones en cuenta son una forma de representación de derechos y no una forma de materialización de éstos. Es más, las anotaciones en cuenta surgen precisamente para evitar la materialidad de los derechos que representan. De ahí que resulte impropio decir que los Pagarés del Tesoro podrán "materializarse en anotaciones en cuenta". Bien podrían haberse expresado las referidas disposiciones si hubiesen dicho que "la Deuda del Tesoro se formalizará en Pagarés del Tesoro que podrán representarse mediante anotaciones en cuenta".

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

de referencias técnicas" para la ordenada gestión de los Pagares -número 3- ¹²⁵.

2.2.2. RD 656/1982, DE 3 DE ABRIL, SOBRE EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA INTERIOR Y AMORTIZABLE.

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

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

¹²⁴ Vid. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "La experiencia de los pagarés", cit., págs. 48-49; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Los Pagares del Tesoro...", cit., pág. 115, donde se comenta que los Pagares, tal como fueron configurados por la OM de 16 de septiembre de 1981, "no constituyeron un paso adelante en el proceso de liberalización del sistema financiero, pues su suscripción y posterior negociación quedaba limitada a entidades financieras"; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1216, nota 2.

¹²⁵ Además se autorizó a la Dirección General del Tesoro y al Banco de España para dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de referencias técnicas -número 7 de la OM de 16 de septiembre de 1981-.

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

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

Vid. también MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 79, nota 150.

amortizable no hablaba de una posibilidad futura e inconcreta de representación de la Deuda Pública en anotaciones, sino que -al igual que sucedió con el RD 1849/1981 y la OM de 16 de septiembre de 1981- lo ofrecía ya como una opción frente a la representación en forma de títulos ¹²⁶. Este Real Decreto fue desarrollado por OM de 3 de abril de 1982. El régimen establecido contemplaba la posibilidad de que los *Pagarés del Tesoro* se representaran en forma de *anotaciones en cuenta*, además de la posibilidad ya existente de representación en forma de títulos ¹²⁷.

¹²⁶ Con anterioridad a este Real Decreto, la Orden de 16 de septiembre de 1981 había iniciado un proceso de sustitución del papel, fundamentándose en un sistema de referencias técnicas.

El RD 656/1982 pudo dar este paso en virtud de la habilitación contenida al respecto en el art. 16.1.2 Ley 44/1981, de 26 de diciembre.

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

¹²⁷ A nuestro modo de entender, adolece el RD 656/1982 del mismo defecto terminológico que hemos señalado con relación al RD 1849/1981 y la OM de 16 de septiembre de 1981: no decía el RD 656/1982 que los Pagarés del Tesoro pudiesen representarse en forma de anotaciones en cuenta, sino que se podrían "materializar" en forma de anotaciones en cuenta.

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

En esta misma línea de desmaterialización o desincorporación de los derechos se sitúa la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987. Todavía el legislador seguía restringiendo el ámbito de actuación a la Deuda Pública ¹²⁸. En este sentido, la Ley 21/1986 autorizaba "al Gobierno a dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de instrumentación de la deuda pública en anotaciones en cuenta y a regular las transacciones basadas en tales anotaciones" ¹²⁹, y "al Ministro de Economía y Hacienda para que, en el marco de la regulación aprobada por el Gobierno, modifique la

¹²⁸ Si bien ya en la Ley 46/1985, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1986, -en su art. 4, párrafo uno, letra A), apartado b)- "se reconoce implícitamente la posibilidad de emitir *Deuda Pública del Estado representada mediante anotaciones en cuenta*, al señalar que la suscripción y transmisión de la misma no precisa de la intervención de fedatario público, estableciendo de este modo en relación con la Deuda del Estado, lo que para la Deuda del Tesoro había dispuesto en su día la Ley 1/1979, de 19 de julio" (cfr. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M^a C., "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", cit., pág. 223).

¹²⁹ Art. 38.4.b) Ley 21/1986.

forma de instrumentación de las emisiones de Deuda del Estado y del Tesoro ya en circulación o que se emitan en virtud de lo dispuesto en esta Ley" ¹³⁰.

Antes incluso de que se estableciera esa regulación marco a que hacía referencia el artículo 38.4.c) de la Ley 21/1986, el RD 2640/1986, de 30 de diciembre, y la Orden de 22 de enero de 1987 extendieron la representación por medio de anotaciones en cuenta también a la figura de los *bonos del Estado* ¹³¹.

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

¹³⁰ Art. 38.4.b) Ley 21/1986.

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

¹³¹ DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 375, nota 41; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 267 y "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 2; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 81; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 12, nota 32 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 376; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1216, nota 2.

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

El Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, se fundamentó en la autorización del artículo 38.4 de la Ley 21/1986 ¹³² y estableció con carácter general un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado ¹³³ -si bien, no hizo uso de la

¹³² Como ya hemos comentado, el art. 38.4, en su letra a), disponía que "la deuda del Estado y del Tesoro, a que se refieren los números uno a tres anteriores, podrá estar representada por anotaciones en cuenta, por títulos-valores o por cualquier otro documento que formalmente la reconozca" y, para que pudiese ponerse por obra el sistema de anotaciones en cuenta, autorizaba "al Gobierno a dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de instrumentación de la deuda pública en anotaciones en cuenta y regular las transacciones basadas en tales anotaciones" -art. 38.4.b) Ley 21/1986- y "al Ministro de Economía y Hacienda para que, en el marco de la regulación aprobada por el Gobierno, modifique la forma de instrumentación de las emisiones de deuda del Estado y del Tesoro ya en circulación o que se emitan en virtud de lo dispuesto en la Ley" -art. 38.4.c) Ley 21/1986-.

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., págs. 12-13 y "Acciones y obligaciones representadas...", cit., pág. 376; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 81; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1216; TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles", en RDBB, 1992, n° 45, pág. 268.

¹³³ Sobre el régimen establecido por el RD 505/1987, vid. VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, obra imprescindible para el estudio del sistema de anotaciones español, en la que se reúnen los siguientes trabajos: OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título y su desincorporación. (Análisis histórico y dogmático)", págs. 11 y ss.; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "La experiencia de los pagarés", págs. 35 y ss.; RINGSMUTH, N., "La experiencia americana en el sistema de anotaciones en cuenta de la deuda del Gobierno", págs. 63 y ss.; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta. (Análisis del Real Decreto Regulador)", págs. 83 y ss.; UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., "La central de anotaciones y su operativa", págs. 133 y ss.; PIÑEL, E., "Las entidades gestoras en el sistema de anotaciones en cuenta", págs. 151 y ss.; SÁNCHEZ

autorización de la Ley 21/1986 en toda su extensión, pues el RD 505/1987 se restringía al ámbito de la Deuda del Estado (de la Administración Central del Estado) y no a toda la Deuda Pública
134_.

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

Uno de los aspectos más destacables del RD 505/1987 es que, incluso después de la publicación de la LMV, sigue estando en vigor para la regulación de la Deuda Pública anotada ¹³⁵. A estos

CALERO, F., "La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta", págs. 177 y ss.; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., "Las compras simultáneas de valores", págs. 203 y ss.; DE LUIS Y DÍAZ MONASTERIO, F., "Aspectos fiscales del sistema de anotaciones en cuenta", págs. 229 y ss.; URÍA GONZÁLEZ, R., "Conclusiones", págs. 261 y ss..

¹³⁴ La actitud del legislador hasta el momento había estado dirigida a la *experimentación* de la nueva forma de representación de los derechos. Ello explica que no fuese todavía objeto de su preocupación el extender el ámbito de la forma experimentada. Esta postura resulta elogiosa, como igualmente lo es el hecho de que los primeros valores escogidos para probar las anotaciones en cuenta fueran valores de Deuda Pública.

¹³⁵ El RD 116/1992 anuncia en su Preámbulo una "posible revisión global del RD 505/1987", que, por el momento, "ha parecido oportuno dejar para más adelante" y, mientras tanto, mantiene en vigor el RD 505/1987 "cuyo funcionamiento ha de considerarse satisfactorio" y declara - en su art. 43- que "lo previsto en este Real Decreto (RD 116/1992) en materia de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será aplicable con carácter supletorio a la Deuda Pública y demás valores que se negocien

efectos, son especialmente importantes las modificaciones que han sido introducidas en el RD 505/1987 por el RD 1009/1991, de 21 de junio, para adaptarlo a las disposiciones de la LMV ¹³⁶. Por tanto, el RD 505/1987 sigue siendo todavía la norma reglamentaria fundamental por la que se rige la Deuda Pública Anotada ¹³⁷.

En la Disposición Final 1ª del RD 1009/1991 se amplía el ámbito de aplicación del RD 505/1987, que ya no se verá restringido tan sólo a la Deuda

en el mercado a que se refiere el Capítulo III del Título IV de la Ley del Mercado de Valores, que se regirán por su normativa específica" -es decir, por el RD 505/1987 y sus normas de desarrollo-.

¹³⁶ También debe tenerse presente que hoy día ha sido superada la distinción entre *Deuda del Estado* y *Deuda del Tesoro*, que el RD 505/1987 contemplaba en su Disposición Adicional y que hoy ya no debe ser atendida.

Vid. sobre este particular MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. Mª C., "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 228-229; LASARTE ÁLVAREZ, J., "Los Pagares del Tesoro. La Deuda Pública en el período 1979-1984", *cit.*, pág. 421; DE LA PEÑA VELASCO, G., "Deuda Pública y Ley de Presupuestos", en *Las Cortes Generales*, Vol. III, Madrid, 1987, pág. 1925; FERREIRO LAPATZA, J. J., *Curso de Derecho financiero español*, 12ª ed., Madrid, 1990, págs. 750-752; PALAO TABOADA, C., *Derecho financiero y tributario*, I, 2ª ed., Madrid, 1987, págs. 266 y ss.; BAYONA DE PEROGORDO, J. J./ SOLER ROCH, Mª T., *Derecho financiero*, Vol. II, Alicante, 1989, págs. 405-406 y *Compendio de Derecho financiero*, Alicante, 1991, pág. 499; MARTÍN QUERALT, J./ LOZANO SERRANO, C., *Curso de Derecho financiero y tributario*, 2ª ed., Madrid, 1991, pág. 102.

¹³⁷ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 280; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 12 y, del mismo Autor, con términos más precisos, "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 376.

del Estado ¹³⁸, sino que se referirá también a los valores emitidos por las Comunidades Autónomas, otras Entidades y sociedades públicas o los Organismos internacionales de los que España sea miembro ¹³⁹, tal y como se reconoce en el art. 55 LMV ¹⁴⁰. De este modo se lleva a pleno cumplimiento

¹³⁸ En efecto, el sistema de anotaciones implantado por el RD 505/1987 inicialmente se había limitado a la Deuda del Estado y a la de la Administración institucional de base fundacional (vid. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M^a C., "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", cit., págs. 228 y ss.; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", cit., pág. 10; RECALDE CASTELLS, A., "Depósito administrado de valores...", cit., pág. 2137).

Acerca de la delimitación del concepto de Administración institucional -que comprende únicamente los Organismos Autónomos o entes públicos institucionales de base fundacional- vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, E./ FERNÁNDEZ, T. R., *Curso de Derecho administrativo*, 4^a ed., Vol. I, Madrid, 1983, pág. 371. En cuanto a la falta de capacidad de los entes institucionales de base corporativa para emitir Deuda Pública, vid. CARRERA RAYA, *Antecedentes histórico-jurídicos de la Deuda Pública española*, Málaga, 1987, pág. 160.

¹³⁹ Establece la DF primera del RD 1009/1991: "Las referencias contenidas en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y disposiciones complementarias a los valores de Deuda del Estado, representados por medio de anotaciones en cuenta, se entenderán hechas también a los valores que, bajo esa forma de representación, emitan las Comunidades Autónomas, otras Entidades y sociedades públicas o los Organismos internacionales de los que España sea miembro, y cuya negociación en el Mercado de Deuda Pública en anotaciones haya sido autorizada por el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del emisor".

¹⁴⁰ En el que, al establecerse cuál es el objeto del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, se enumera: "la Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, así como la de aquellas categorías de valores que, emitidos bajo esa forma de representación por las Comunidades Autónomas, por otras entidades y sociedades públicas o por organismos internacionales de los que España sea miembro, autorice el Ministerio de economía y Hacienda a propuesta del emisor".

Observa MARTÍNEZ GIMÉNEZ que este art. 55 LMV se fundamenta probablemente en el art. 14.2 de la LO 8/1980, de 22 de septiembre, de financiación de las Comunidades

la autorización del art. 38.4 Ley 21/1986, que hasta el momento el RD 505/1987 tan sólo la había cumplido parcialmente ¹⁴¹.

*

* *

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

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

Autónomas, conforme al cual "las Comunidades Autónomas podrán concertar operaciones de crédito por plazo superior a un año, cualquiera que sea la forma como se documenten" (vid. "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", cit., pág. 228). Comenta también esta Autora que, "aun cuando ninguna norma lo prevé de modo expreso, entendemos que las mismas razones que justifican el precepto de la ley relativo a las CCAA, servirían de base para la aplicación del sistema de anotaciones a la Deuda emitida por las Corporaciones Locales" (op. cit. pág. 229).

¹⁴¹ Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 14 y "Acciones y obligaciones representadas...", cit., pág. 378.

El sistema de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado creado por el RD 505/1987 cumple un doble objetivo: 1º) poner en manos del Tesoro un nuevo instrumento jurídico y un sistema operativo que, erradicando los males que se desprendieron de la crisis de los títulos-valores, le han permitido emitir Deuda a un coste mucho menor del que venía soportando y que han facilitado la negociación y amortización de la Deuda; 2º) convertir los mercados secundarios de Deuda Pública en un marco atractivo que fomente el aumento de los intermediarios e inversores -ya sea los grandes inversores institucionales, ya sea el pequeño y mediano ahorrador- ¹⁴².

¹⁴² Cfr. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", en *PEE-SSF*, 1987, nº 19, pág. 9, donde se comenta que "era evidente desde hace tiempo que el flujo masivo de emisiones de deuda pública requería unos mercados secundarios profundos y eficientes. Baste recordar que en 1985 y 1986 las emisiones brutas de deuda del Estado alcanzaron las respectivas cifras de 387 y 1.933 miles de millones de pesetas. Por contra, la contratación bursátil de ambos títulos de deuda fue de 115 miles de millones el primero de los citados años y 429 el segundo. Ciertamente que a las cifras del pasado año debemos añadir, aproximadamente, un billón de pesetas de deuda a medio y largo plazo contratada en mercados extrabursátiles. Pero este dato, más que debilitar, refuerza nuestra afirmación, según la cual parecía ilusorio intentar una política de deuda pública sin contar con los mercados adecuados para ello.". En cuanto a los fines buscados -y conseguidos- por el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda, *vid. también op. cit.* págs. 10 y 14.

Vid. LÓPEZ ZABALLOS, J., "El sistema de anotaciones en cuenta", en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L., "Curso de Bolsa, Vol. I, Barcelona, 1992, pág. 360; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 89-92; MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del

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

Una de las principales aportaciones del RD 505/1987 es la creación de un sistema de registros que permite la constitución y la posterior negociación de los valores de Deuda Pública anotada. El registro está estructurado conforme a un sistema de *doble escalón* ¹⁴³. En la Central de Anotaciones podrán tener abiertas sus cuentas de valores los Titulares de cuentas a nombre propio ¹⁴⁴ y las Entidades Gestoras ¹⁴⁵ -arts. 4 ¹⁴⁶ y 5 RD 505/1987, 2 y 5 OM de 19 de mayo de 1987- ¹⁴⁷. Las

Estado. Análisis jurídico", en *SSF-PEE*, 1987, n° 19, pág. 15; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 989, donde se comentan algunas de las virtualidades del nuevo sistema, destacando especialmente el cambio en la concepción jurídica de los valores de Deuda Pública.

¹⁴³ Con más detalle, *vid. infra*, sobre el sistema de registro de los valores de Deuda Pública anotada, III.2.2.2..

Vid. también ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", *cit.*, pág. 10; MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* pág. 16.

¹⁴⁴ *Vid.* LÓPEZ ZABALLOS, J., "El sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 362.

¹⁴⁵ *Vid.* LÓPEZ ZABALLOS, J., "El sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 362.

¹⁴⁶ Redactado conforme al RD 1009/1991.

¹⁴⁷ El principio de legitimación subjetiva conforme al cual ha sido regulada la posibilidad de acceso a la titularidad de cuentas en la Central de anotaciones, se

Entidades Gestoras llevarán un registro al que podrán acceder aquellas personas que no puedan ser titulares directos de una cuenta de valores en la Central de Anotaciones ¹⁴⁸.

La *Central de Anotaciones* es gestionada por el *Banco de España*, que actuará como *organismo rector* del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones ¹⁴⁹.

Las Entidades Gestoras pueden ser de dos tipos ¹⁵⁰: *Entidades Gestoras con capacidad plena* -

justifica por razones de *eficacia y economicidad* (vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 91-92).

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

¹⁴⁸ Art. 6 RD 505/1987.

Vid. MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* págs. 20-21.

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

¹⁴⁹ Art. 57 LMV.

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

¹⁵⁰ Art. 6 RD 505/1987 -con la redacción dada por el RD 1009/1991-.

que cuentan con la condición de titular directo de cuentas en la Central de Anotaciones y que podrán realizar toda clase de operaciones con sus clientes, en las que podrán actuar tanto por cuenta propia, como por cuenta ajena- y *Entidades Gestoras con capacidad restringida* -no podrán realizar en nombre propio operaciones con sus clientes, con ellos siempre tendrán que actuar como comisionistas, concertando por cuenta ajena las operaciones que les encarguen- ¹⁵¹.

2.2.4.4. Operaciones sobre la Deuda Pública anotada.

Las operaciones del mercado secundario de Deuda Pública anotada podrán realizarse entre quienes tengan la condición de titulares de cuentas en la Central -incluyendo en esta categoría, lógicamente, a las Entidades Gestoras-, o bien podrán realizarse entre quienes no tengan esta condición o entre uno de estos sujetos y un titular de cuentas. Las personas no titulares de cuentas

¹⁵¹ Art. 8.3 RD 505/1987, de nueva redacción, introducido por el RD 1009/1991.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 282-283.

deberán actuar siempre con la intermediación de una Entidad Gestora ¹⁵².

Hay cuatro tipos de operaciones de transmisión de Deuda Pública anotada por título de compraventa- ¹⁵³:

- Operaciones de compraventa simple al contado.
- Operaciones de compraventa simple a plazo.
- Operaciones de compraventa con pacto de recompra a fecha fija.
- Operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista.

¹⁵² Art. 6.3 RD 505/1987.

Cfr. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", *cit.*, pág. 10.

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

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

¹⁵³ Art. 10 OM de 19 de mayo de 1987 y, específicamente, sobre la compraventa con pacto de recompra, art. 8 RD 505/1987, modificado por el RD 1009/1991.

Cfr. MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* págs. 16-18; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", *cit.*, págs. 10-11.

Vid. LÓPEZ ZABALLOS, J., "El sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 373 y 377-378.

La *compraventa con pacto de recompra* es una figura cuya *naturaleza jurídica* resulta de difícil calificación. El art. 8 RD 505/1987 establece que "en estas operaciones el titular de los derechos los vende hasta la fecha de la amortización, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque esta sea parcial o voluntaria" ¹⁵⁴. Lo más acertado es concebir esta operación como un *único contrato que comprende dos compraventas, una al contado y otra a plazo* ¹⁵⁵.

¹⁵⁴ Vid. también el párrafo segundo de la Disposición Transitoria de la OM de 19 de mayo de 1987.

¹⁵⁵ "Ambas *compraventas*," -observa MENDOZA- "de acuerdo con lo establecido en el artículo 1450 del Código Civil, son firmes desde el primer momento, ya que, según el citado artículo, existe la *compraventa* desde que hay conformidad en el objeto del contrato y en el precio, aunque ni uno ni otro haya sido entregado"; -añade este Autor que- "estaremos *ab initio* ante dos *compraventas* en firme simultáneas, aunque ligadas a plazos diferentes, que forman un único contrato, ya que no es posible concebir (...) que una de las ventas que constituyen la operación pueda llevarse a cabo mientras que la segunda se quede sin ejecución" (cfr. "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", cit. pág. 17).

Analizando la *naturaleza jurídica* de este contrato, comenta este Autor sus diferencias con el préstamo y con la *compraventa con pacto de retro* del art. 1507 C. ci. (op. cit., pág. 17).

Vid. también ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", cit., pág. 11.

También es posible la constitución de derechos reales limitados u otros derechos de garantía sobre valores de Deuda Pública anotada ¹⁵⁶.

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

3.1. CONSIDERACIONES GENERALES.

3.1.1. MARCO LEGAL.

El actual sistema de anotaciones en cuenta ha sido establecido por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ¹⁵⁷.

¹⁵⁶ Vid. *infra* IX.4..

Vid. MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", cit. págs. 18-19; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", cit., pág. 13.

¹⁵⁷ La Ley del Mercado de Valores ha sido muy comentada por la doctrina, sobre el particular pueden verse, entre otros SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras", en *RDBB*, 1990, n° 39, págs. 11 y ss.; del mismo Autor, "A modo de prontuario sobre una reforma polémica: la Ley 24/1988 del mercado de valores", en *RDM*, 1989, n° 191, págs. 261 y ss. y "La reforma de los mercados de títulos en España", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, cit., págs. 2345 y ss.; LECUONA, P., "El mercado de valores", en *BEE*, n° 147, 1992, págs. 265 y ss.; FARRANDO, I., "La riforma del mercato spagnolo dei valori mobiliari", *RdS*, fasc. 2/3, 1991, págs. 858 y ss.; FERNÁNDEZ ARMESTO/ DE CARLOS BELTRÁN, *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992; CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, 1992; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", en *RGD*, 1989, n° 536, págs. 2661 y ss.; JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho Público del mercado de valores*,

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

Por su parte, la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades ¹⁵⁸,

Madrid, 1989; PETIT LAVALL, M^a. V., "Ley del Mercado de Valores. Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades", en *RGD*, n° 546, 1990, págs. 1517-1518; ALBELLA, S., "El desarrollo de la Ley del Mercado de Valores", en *RVDPP*, n° 14, 1989, págs. 114-115; MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito", en *RDBB*, 1989, n° 36, págs. 704-716; MARTÍNEZ SALINAS, *La Bolsa de Valores. Su ordenación legal*, Madrid, 1993.

¹⁵⁸ Que ha dado lugar al Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Sobre este particular, vid. SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1993; ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J. M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F. (coord.) *La reforma del Derecho español de sociedades de capital. (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, 1987; ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./

complementa la LMV y remite a algunos de sus preceptos para el régimen de las acciones anotadas en cuenta.

El RD 116/1992 es especialmente importante, pues en él se detallan los principios que habían sido incoados en los arts. 5 a 12 LMV ¹⁵⁹.

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

La LMV establece en España un sistema generalizado de representación de valores por medio

GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1994; URÍA, R/ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA, M. (coords.), *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, 1992; GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991; GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ ARANGUREN URRIZA, F. J./ MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./ GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, 3ª ed., Madrid, 1990.; CACHÓN BLANCO, E. (coord.), *Estudios sobre el régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991.

Vid. también, en la literatura alemana, RECKHORN-HENGEMÖHLE, M., *Die spanische Aktiengesellschaft nach der Reform des Aktiengesetzes von 1989*, München, 1992.

¹⁵⁹ Vid. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la «Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles»", en *RGD*, 1992, nº 571, págs. 2843 y ss., donde se comenta el RD 116/1992, del que se dice que es una de las disposiciones "más comprometidas entre las que componen la muy nutrida batería de normas de desarrollo prevista por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores"; TAPIA HERMIDA realiza también un comentario global del contenido del RD 116/1992 (en "El desarrollo reglamentario...", cit., págs. 267 y ss.).

de anotaciones en cuenta, que da cabida a todo tipo de valores negociables, tanto públicos como privados. El régimen establecido por la LMV no impone que los valores negociables deban representarse en todo caso por medio de anotaciones en cuenta. Sigue subsistiendo la posibilidad de representación por medio de títulos-valores ¹⁶⁰. Es, por tanto, un sistema de *desmaterialización total facultativa* ¹⁶¹.

¹⁶⁰ Art. 5 LMV.

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

Vid. también MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 84.

¹⁶¹ Acogiéndonos a la clasificación que hace LENER de los sistemas de desmaterialización de los valores, conforme a la cual ordena gradualmente las distintas soluciones que nos ofrece la experiencia del Derecho comparado, podemos situar nuestro sistema de anotaciones en cuenta en el segundo grado, que este Autor denomina "desmaterialización total facultativa".

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

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

Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 96.

La solución aportada por el sistema de anotaciones de la LMV confirma el sistema del RD 505/1987 y -por lo que a desmaterialización de los valores se refiere- sitúa nuestro ordenamiento en lo que parece la senda definitiva ¹⁶².

Pero, a pesar del carácter facultativo que tiene el sistema español de anotaciones en cuenta, no hay que pasar por alto la clara *tendencia favorable de nuestro ordenamiento a propiciar la generalización de los valores anotados*. Lo más representativo en este sentido es la medida adoptada por la DA 1^a.5 LSA, conforme a la cual "las acciones y las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta" ¹⁶³. Es también muy significativo, por otro

¹⁶² Dentro de la que todavía caben mejoras y desarrollos del sistema -pues no hay más que recordar, las numerosas remisiones contenidas en la LMV a ulteriores desarrollos reglamentarios-.

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 14.

¹⁶³ SÁNCHEZ CALERO destaca varias circunstancias que potencian y hacen recomendable la difusión de los valores anotados: "En primer lugar, la revolución que ha implicado el desarrollo de la informática" e "igualmente la telemática encuentra numerosas aplicaciones en los mercados de valores mobiliarios"; "además de estos hechos confluyen otros en el cambio de la estructura del mercado de valores, como es la tendencia hacia la institucionalización en la posesión de los valores mobiliarios, de forma que desciende la importancia del pequeño inversor para aumentar notablemente la del

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

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

La LMV da forma definitiva a la anotación en cuenta como *instrumento jurídico para la representación de los valores negociables*, con el que se alcanza un *mayor grado de seguridad y rapidez* en el ejercicio de los derechos que de los valores se deriven ¹⁶⁴. Además perfila los rasgos

inversor institucional. Pero sobre todo influye la internacionalización del mercado de valores" (cfr. "La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 198-199).

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

¹⁶⁴ *Vid. infra* IV.4.1..

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

Sobre la mayor agilidad y seguridad que aportan los valores anotados al tráfico jurídico, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 95; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 263-267; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones

fundamentales del régimen jurídico de los valores anotados en cuenta. Son varios los elementos integrantes de este régimen: las normas específicas de los valores anotados, contenidas en la propia LMV y en las disposiciones que la desarrollen; normas y principios del Derecho registral; también normas del régimen de los títulos-valores ¹⁶⁵.

Por lo que al régimen y naturaleza de los valores anotados se refiere, son fundamentales los arts. 5 a 12 LMV. En ellos se recogen los principios esenciales del régimen de los valores anotados en cuenta ¹⁶⁶: caracteres de la anotación en cuenta como forma de representación de los valores ¹⁶⁷, llevanza del registro de valores anotados ¹⁶⁸, constitución de los valores ¹⁶⁹,

en cuenta", *cit.*, pág. 376; OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 27; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 82.

Vid. también PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., "Seguridad jurídica y seguridad del tráfico", en *RDM*, 1985, n° 175-176, págs. 7 y ss..

¹⁶⁵ Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 375-379; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 89; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, págs. 1213 y ss..

¹⁶⁶ Cfr. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 86.

¹⁶⁷ Arts. 5 y 6 LMV.

¹⁶⁸ Art. 7 LMV.

¹⁶⁹ Art. 8 LMV.

transmisión ¹⁷⁰, constitución de derechos reales limitados u otros gravámenes ¹⁷¹, legitimación registral ¹⁷² y certificados acreditativos ¹⁷³.

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

La LMV también da forma al marco jurídico en el que se tiene lugar la emisión y la posterior negociación de los valores anotados en cuenta. La emisión de los valores tiene lugar en el *mercado primario* ¹⁷⁴ y la ulterior negociación se desarrolla en lo que se han llamado *mercados secundarios* -las Bolsas de Valores; el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y otros mercados secundarios oficiales a los que el Gobierno pueda otorgar esa condición- ¹⁷⁵.

¹⁷⁰ Art. 9 LMV.

¹⁷¹ Art. 10 LMV.

¹⁷² Art. 11 LMV.

¹⁷³ Art. 12 LMV.

¹⁷⁴ Arts. 25 a 30 LMV.

¹⁷⁵ Arts. 31 a 61 LMV.

Vid. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, págs. 84 y 86.

Otro aspecto especialmente interesante es el marco institucional y operativo creado por la LMV que supone tanto una modificación de instituciones ya existentes en el Mercado, como la creación de otras nuevas ¹⁷⁶.

Dentro de estas innovaciones institucionales se encuentran la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* -en adelante, CNMV- ¹⁷⁷, las

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

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

¹⁷⁶ Sin embargo, el análisis del marco institucional del Mercado de Valores se escapa de nuestro objeto de estudio y lo trataremos en la medida en que sea estrictamente necesario para la comprensión y descripción del concepto, naturaleza y régimen de los valores anotados.

¹⁷⁷ Arts. 13 a 24 LMV.

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

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

Sociedades Rectoras de las Bolsas -con la consiguiente desaparición de las Juntas Sindicales de las Bolsas- ¹⁷⁸, la *Sociedad de Bolsas* ¹⁷⁹ -a la

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

Acerca del proceso de armonización del Derecho comunitario del Mercado de Valores, que desde 1977 -con la Recomendación de la Comisión 77/534, de 25 de julio, que establece un Código de conducta europeo sobre las transacciones de valores negociables (*vid.* ESTEBAN VELASCO, G., "El Mercado de Valores", en *RDM*, 1984, n° 172-173, pág. 387; TAPIA HERMIDA, A. J., "Las Normas de actuación en los mercados de valores. [Primeras reflexiones sobre el Real Decreto 629/1993]", en *RDBB*, 1993, n° 50, págs. 315 y ss., donde se comenta el RD 629/1993, de 3 de mayo)- ha emprendido la hoy llamada Unión Europea, *vid.* TAPIA HERMIDA, A./ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "La adaptación del mercado de valores al Derecho comunitario", en *RDBB*, 1991, n° 44, págs. 966 y ss.; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., "El Derecho europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español", en *RDBB*, 1986, n° 21, págs. 69 y ss.; IZQUIERDO, M., "Los mercados de valores en la CEE. (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)", Madrid, 1992; ARRANZ PUMAR, G., "La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: información periódica sobre entidades cotizadas, instituciones de inversión colectiva, participaciones significativas de entidades cotizadas, información privilegiada y servicios de inversión", en *ICE*, n° 703, 1992, págs. 135 y ss.; MÍNGUEZ, R., "La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: admisión a cotización, folleto de admisión a cotización, folleto de emisión y de oferta pública y ofertas públicas mobiliarias", en *ICE*, n° 703, 1992, págs 125 y ss..

¹⁷⁸ Arts. 48 LMV y 5 a 17 RD 726/1989.

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

Vid. MARTÍ SÁNCHEZ, J.-N., "Las Sociedades y Agencias de Valores, miembros de las Bolsas de Valores, en el Derecho español", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA

que se le adjudica la gestión del Sistema de Interconexión Bursátil ¹⁸⁰⁻, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores -en adelante, SCLV- ¹⁸¹ y las Sociedades y Agencias de Valores ¹⁸².

3.2. ÁMBITO DE APLICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

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

3.2.1. ÁMBITO OBJETIVO DE APLICACIÓN.

AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo II, cit., págs. 1644 y ss..

¹⁷⁹ Arts. 50 LMV y 18 a 22 RD 726/1989.

¹⁸⁰ Arts. 49 LMV y 18 a 22 RD 726/1989.

¹⁸¹ Art.54 LMV.

¹⁸² Arts. 62 a 75 LMV y RD 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores.

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

Vid. acerca de estas entidades NIETO CAROL, U., "Las Sociedades y Agencias de Valores como sociedades anónimas especiales", en *RDBB*, 1992, nº 46, págs. 439 y ss.; MARTÍ SÁNCHEZ, J.-N., "Las Sociedades y Agencias de Valores, miembros de las Bolsas de Valores...", cit., págs. 1633 y ss..

Es el más importante y, sin embargo, es el que ofrece mayores dificultades para su delimitación. La anotación en cuenta es una forma - aunque no la única ¹⁸³⁻ de representación de un elemento objetivo, los valores negociables ^{184,} pero la Ley 24/1988, al crear el régimen de los valores anotados en cuenta, no se atrevió a dar una definición de valor negociable -a pesar de que, en su Exposición de Motivos, la LMV admite que su centro de gravedad reside precisamente en el concepto de valor "o, para mayor precisión, de «valores negociables»" ^{185.} Ni siquiera describe la

¹⁸³ Vid. art. 5 LMV, donde se dispone que "los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos"; es decir, que, si bien todos los valores anotados en cuenta son valores negociables, no todos los valores negociables se representan en forma de anotaciones en cuenta.

¹⁸⁴ TAPIA HERMIDA (en "El desarrollo reglamentario...", cit., pág. 270) observa como, efectivamente, el ámbito objetivo de aplicación de los valores anotados en cuenta da cabida no sólo a los valores mobiliarios, sino también a cualquier tipo de valor negociable y remite a los arts. 1 RD 116/1992 y 2 RD 291/1992.

Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1218.

¹⁸⁵ Vid. párrafo 2º de la Exposición de Motivos, de la Ley 24/1988, donde, al tiempo que se advierte lo que señalamos en el texto, se pretende justificar tal ausencia -a nuestro entender sin conseguirlo-, diciendo que el concepto de valor negociable es "difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal".

Tampoco nos parece que el carácter de "Ley marco", que la Ley 24/1988 ha querido adoptar, explique esta carencia -vid. párrafo 1º de su Exposición de Motivos-. Esta técnica legislativa puede ser más o menos criticable, pero, por lo que a este punto se refiere, no parece acertado que una Ley que se ocupa de regular el Mercado de Valores -vid. art. 1 LMV- no haya sabido vencer las dificultades para definir los

Ley las características que identifican los valores a los que se refiere. Simplemente se enumeran esas características en su art. 2, diciendo que "quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables (...) agrupados en emisiones"¹⁸⁶. En el párrafo 2º de la Exposición de Motivos de la LMV, sin llegar a dar una definición, sí que se recogen unas pinceladas sobre el significado de la negociabilidad y la agrupación en emisiones.

En consecuencia, los primeros rasgos del ámbito objetivo de aplicación del régimen de los valores anotados han tenido que perfilarse valiéndose, por un lado, de las tímidas insinuaciones de la LMV y, fundamentalmente, por otro lado, de la fuerte inercia que supone toda la

valores que son objeto de ese mercado, dejando que esa labor definitoria sea asumida, en su caso, por un ulterior desarrollo reglamentario.

¹⁸⁶ En el párrafo 2º de la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988 vuelven a mezclarse de forma sorprendente la identificación de uno de los aspectos esenciales de la Ley, con la renuncia, acto seguido, a cualquier esfuerzo por definirlo. Esta vez leemos: "las notas adicionales que definen los «valores» a los que se refiere la Ley, a los efectos de su aplicación, son su negociabilidad y su agrupación en emisiones, dos características que la Ley no ha intentado precisar, pues se trata de temas de imposible concreción sin un casuismo que resultaría impropio de una disposición de rango legal". Después de haber consignado en el articulado de la LMV un concepto vacío de valor negociable, no parece oportuno que el legislador vuelva a aducir razones de técnica legislativa para evitar describir las características de ese concepto, resultando mucho más "impropio" de la Ley esta falta de contenido que esa eventual enumeración casuística.

herencia del anterior sistema de títulos, al que ha venido a sustituir el actual sistema de anotaciones.

En el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, en su art. 2.1, sí que se recoge una enumeración, *numerus apertus*, de lo que, a los efectos de esa norma, se entiende por valor negociable ¹⁸⁷. La

¹⁸⁷ Dispone el art. 2.1 RD 291/1992: "A los efectos del presente Real Decreto tendrán la consideración de valores negociables:

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

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

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

"d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

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

"f) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.

"No se considerarán valores negociables:

fórmula ¹⁸⁸ con la que se deja abierta esta enumeración puede jugar al mismo tiempo el papel de un bosquejo de definición de valor negociable. En ella se considera que un valor negociable debe ser: 1º) un *derecho de contenido patrimonial*; 2º) que, en virtud de su configuración jurídica y su régimen de transmisión, sea *susceptible de tráfico generalizado e impersonal* y 3º) que ese tráfico tenga lugar en un *mercado de índole financiera*.

Con esta aportación del RD 291/1992 no queda todavía normativamente definido el ámbito objetivo del régimen de los valores anotados, pues éste no se refiere a los valores negociables en general, sino tan sólo a aquellos que estén agrupados en emisiones. Pero, mientras no se disponga de una

"a) Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.

"b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.

"c) Las aportaciones al capital de sociedades cooperativas de cualquier clase.

"d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.

"e) Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros".

¹⁸⁸ Recogida en el primer inciso de la letra f) del art. 2.1 RD 291/1992.

definición normativa del concepto "emisión", deberemos movernos de modo intuitivo, puesto que la LMV nos deja al amparo de una guía tan inconcreta como "las prácticas actuales de numerosos mercados financieros", según señala en el párrafo 2º de su Exposición de Motivos.

3.2.2. ÁMBITO SUBJETIVO DE APLICACIÓN.

Son distintas las formas de vinculación subjetiva al régimen de los valores anotados en cuenta, pues hay sujetos que se encuentran vinculados de forma originaria con este régimen, mientras que otros lo están sólo de forma voluntaria ¹⁸⁹.

3.2.2.1. Vinculación originaria.

De forma originaria se encuentran vinculadas las entidades que de alguna forma integran la estructura organizativa del mercado de valores. Su

¹⁸⁹ En este epígrafe no es nuestro interés realizar un análisis ni de los sujetos que en él aparecen, ni de las funciones o actividades que desarrollan -sin que ello signifique que más abajo no se encuentre un lugar donde nos detengamos en el estudio de esas cuestiones-. Nuestro objetivo en este momento se restringe a delimitar el ámbito de aplicación del régimen jurídico de los valores anotados, para lo cual hemos adoptado la sistemática que nos parece más clara, conforme a la cual ha de entenderse que, una vez señalada la *razón fundamental* por la cual un sujeto se encuentra relacionado con este régimen, no nos parezca oportuno continuar señalando dentro del marco de este epígrafe todas y cada una de las relaciones de ese sujeto con el régimen que ahora *simplemente delimitamos*.

vinculación es clara, pues estas entidades han sido creadas por la propia LMV y en ella se establece en qué medida se ven afectadas por el régimen de los valores anotados o, más bien, en qué medida el régimen de los valores anotados se relaciona con el régimen de estas entidades.

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

- *Sociedades y Agencias de Valores o de Valores y Bolsa*, que, por disposición del art. 7.2 LMV llevan el registro de valores cuando éstos están representados por medio de anotaciones y, sin embargo, no se encuentran admitidos a negociación en ningún mercado secundario oficial ¹⁹⁰.

- *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*, que asume la llevanza del registro contable de los valores admitidos o

¹⁹⁰ En el art. 71 LMV, que se ocupa del régimen de estas entidades, se vuelve a señalar, en su letra g), su competencia para la llevanza de estos registros.

negociados en las Bolsas de Valores ¹⁹¹ -no en cualquier mercado secundario, sino, concretamente, en las Bolsas de Valores ¹⁹²-. Este registro puede llevarlo en exclusiva o de forma conjunta con sus entidades adheridas -que son las Sociedades y Agencias de Valores o de Valores y Bolsa, según establece el art. 71.1.h) LMV y las entidades enumeradas en el art. 76.2.a) LMV- y, en este caso, tiene el carácter de Registro Central ¹⁹³.

- La *Sociedad Rectora de una Bolsa* también puede llevar el registro contable de valores, cuando éstos son negociados únicamente en la Bolsa que esa Sociedad rige. Más concretamente, podemos decir que, cuando la Comunidad Autónoma en que radique la Bolsa de Valores tenga competencia en la materia, se dispondrá por la Comunidad que la Sociedad Rectora cree un *servicio* que será el que efectivamente lleve el registro contable de los valores en cuestión -además

¹⁹¹ Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1010.

¹⁹² Art. 7.3 LMV.

¹⁹³ Arts. 7.3 LMV y 30 RD 116/1992.

de la compensación y liquidación de las operaciones sobre ellos- ¹⁹⁴.

- La *Central de Anotaciones*, que lleva el registro de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública. La Central de Anotaciones ejerce esta función actuando, como registro central, junto con unas *Entidades Gestoras* ¹⁹⁵. Pueden adquirir la condición de entidades gestoras las *Sociedades y Agencias de Valores* ¹⁹⁶. También podrán ser entidades gestoras las *Entidades Oficiales de Crédito*, los *Bancos*, las *Cajas de Ahorro*, la *Confederación Española de Cajas de Ahorro*, la *Caja Postal de Ahorros*, las *Cooperativas de Crédito* y las *Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero*, en los términos establecidos en el art. 58.2 y 76.2.a), b) y c) LMV.

Otro sujeto afectado de forma directa por el régimen de los valores anotados es la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, entidad de Derecho público, con personalidad jurídica propia ¹⁹⁷, que

¹⁹⁴ Arts. 7.3 y 54.2 LMV y 30.3 RD116/1992.

¹⁹⁵ Arts. 7.4 y 56 LMV.

¹⁹⁶ Arts. 58.2 y 71.1.e) LMV.

¹⁹⁷ Art. 14 LMV.

tiene encomendada la *supervisión* y la *inspección* de los mercados de valores y de la actividad de las personas relacionadas con el tráfico de éstos, el ejercicio sobre ellas de la *potestad sancionadora* y otras funciones contempladas en la LMV ¹⁹⁸. La posición que ocupa la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las funciones que desarrolla no dejan lugar a dudas por cuanto se refiere a su vinculación con el régimen de los valores anotados en cuenta, pues, en gran medida, es la Comisión Nacional del Mercado de Valores quien permite que este régimen se lleve a cumplimiento ¹⁹⁹.

En general, todos los sujetos relacionados con la estructura organizativa de los mercados de valores se encuentran vinculados de forma directa con el régimen de los valores anotados, en la medida en que éstos se encuentran abocados a su

¹⁹⁸ Art. 13 LMV.

¹⁹⁹ Las manifestaciones de lo que acabamos de señalar son muy numerosas. Entre las más importantes podemos destacar, por ejemplo, el depósito de la escritura pública necesaria para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta que toda entidad emisora deberá realizar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores -art. 6.1 y 2 LMV-; la inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable de una emisión de valores no negociados en mercados oficiales -art. 7.2 LMV-; la verificación de requisitos previa a la admisión a negociación en los mercados secundarios oficiales y la suspensión o exclusión de la negociación de los valores en dichos mercados, que es competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores -arts. 32, 33 y 34 LMV-; etc..

negociación en esos mercados. Dentro de esta estructura podemos señalar la presencia de dos entidades cuya inclusión en este régimen todavía no hemos destacado: el *Sistema de Interconexión Bursátil* ²⁰⁰ y la *Sociedad de Bolsas* ²⁰¹.

Por este mismo cauce -la pertenencia o integración en la estructura organizativa de los mercados de valores- encontramos una nueva categoría de sujetos: los *titulares de cuentas a nombre propio* en la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones ²⁰². Sin embargo estos sujetos no amplían el ámbito subjetivo del régimen que delimitamos, pues los titulares de cuentas a nombre propio, en cuanto tales, no son sujetos con una naturaleza jurídica propia. Ser titular de cuentas a nombre propio es tan sólo una posición que es ocupada por sujetos que tienen su propia naturaleza jurídica. Por eso hemos preferido decir que los titulares de cuentas a nombre propio son una categoría de sujetos. Quienes pueden ocupar esa posición son las Sociedades de Valores y de Valores y Bolsa -que están facultadas por el art. 71 e) LMV para

²⁰⁰ Art. 49 LMV.

²⁰¹ Art. 50 LMV.

²⁰² Arts. 56.5, 57.1 y 58.1 LMV.

desarrollar esta actividad- y algunas de las entidades relacionadas en el Título VI de la LMV, como son las Entidades Oficiales de Crédito, los bancos, las cajas de ahorro -incluidas la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros- ²⁰³, las cooperativas de crédito ²⁰⁴ y las sociedades mediadoras del mercado de dinero ²⁰⁵.

3.2.2.2. Vinculación voluntaria.

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

Los emisores de valores, a los que en repetidas ocasiones hace referencia la LMV ²⁰⁶, son uno de estos sujetos ²⁰⁷. Igualmente los

²⁰³ Art. 76.2 a) LMV.

²⁰⁴ Art. 76.2 b) LMV.

²⁰⁵ Art. 76.2 c) LMV.

²⁰⁶ Vgr. arts. 5, 6, 7, 9 LMV.

²⁰⁷ El art. 5 LMV nos ayuda a entender esta idea. En él se establece que los valores negociables podrán

suscriptores de valores pueden considerarse incluidos en este ámbito. Éstos son la muestra más clara de la amplitud que puede alcanzar el régimen de los valores anotados y, al mismo tiempo, son los sujetos que menor determinación tienen dentro de éste sistema, sin que por ello dejen de ser titulares de obligaciones y derechos específicos

208.

Los sujetos o entidades que aparecen en el Título VI de la LMV se encuentran también en una situación de vinculación voluntaria, ya que las facultades que en el art. 76 LMV se les reconocen están contempladas con carácter potestativo ²⁰⁹.

representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. Hasta este momento una entidad emisora de valores -por ejemplo, una sociedad anónima que va a emitir acciones- tan sólo se encuentra indirectamente afectada por el régimen de los valores anotados. Desde el momento en que la entidad emisora decida representar sus valores por medio de anotaciones en cuenta pasará a estar sometida a éste régimen, formando parte de su ámbito subjetivo.

²⁰⁸ En ocasiones su titularidad sobre esos derechos y obligaciones puede venir reconocida de modo explícito -como en el art. 8.2 LMV, en el que se lee: "los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones". Pero de modo implícito los suscriptores son los titulares de la mayor parte de los derechos que se establecen en este régimen.

²⁰⁹ Es cierto, por ejemplo, que los bancos pueden recibir órdenes de inversores y ejecutarlas o asegurar la suscripción de emisiones de valores -pues así se lo reconoce el art. 71 LMV, en sus letras a) y d), por remisión del art. 76 a) LMV-, en cuyo caso no cabe duda de su sometimiento al régimen de los valores anotados; pero, en ese caso, el ejercicio de esas facultades habrá sido una elección del banco, no un deber o función inherente a su naturaleza.

Estos sujetos -algunos de los cuales ya hemos mencionado- son: las *Entidades Oficiales de Crédito*, los *bancos*, las *cajas de ahorro* -incluidas la *Confederación Española de Cajas de Ahorro* y la *Caja Postal de Ahorros*-, las *cooperativas de crédito*, las *sociedades mediadoras del mercado de dinero*, las *Sociedades Gestoras de Cartera* y los *Corredores de Comercio Colegiados* ²¹⁰.

²¹⁰ Art. 76 a), b), c), d) y e) LMV.

CAPÍTULO III

LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. Consideraciones generales. 1.1. Naturaleza jurídica y rasgos técnicos de los registros contables de valores. 1.2. Publicidad material y publicidad formal en los registros contables de valores. **2. Organización de los registros contables de valores y Entidades encargadas de la llevanza de estos registros.** 2.1. Registros de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. 2.2. Registros de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. *2.2.1. Registros de valores admitidos a cotización en Bolsa. 2.2.2. Registros de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.* **3. Responsabilidad de las Entidades encargadas de los registros contables de valores.** 3.1. Régimen de responsabilidad civil objetiva. *3.1.1. Circunstancias en las que se hace efectiva la responsabilidad civil de las Entidades encargadas. 3.1.2. Indemnización.* 3.2. Sometimiento de las Entidades encargadas a un régimen de responsabilidad administrativa.



BIBLIOTECA
DE DERECHO

CAPÍTULO III

LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. CONSIDERACIONES GENERALES.

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

La componente de Derecho registral es esencial en el régimen de los valores anotados. Esta idea se hace evidente al comprobar la posición -central- que los registros ocupan dentro de dicho régimen. La constitución de los valores, su transmisión, la legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de los valores, la constitución de derechos reales limitados, deben realizarse ahora por medio de los registros y conforme a los principios del Derecho registral ²¹¹.

1.1. NATURALEZA JURÍDICA Y RASGOS TÉCNICOS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES.

²¹¹ PÉREZ ESCOLAR (en "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1012) observa cómo, "al desaparecer la documentación tangible de los títulos, pasa a primer término el «registro contable» de los valores".

La eficacia material o sustantiva -tanto *inter partes* como *erga omnes*- que tiene la inscripción de un hecho en los registros de valores anotados nos permite afirmar que han sido configurados como *registros de "seguridad jurídica"*²¹² -quedando así excluída la posibilidad de calificarlos como registros administrativos²¹³-; si

²¹² Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 382.

La alternativa, que sería calificarlos como *registros administrativos o de "información administrativa"*, resulta improcedente pues las funciones encomendadas a estos registros van más allá del mero archivo y comunicación de datos para la actuación de la Administración -aunque, en ocasiones, sí que deban asumir esa misión, como es el caso de la obligación prescrita por el art. 109 LMV, según la cual deben comunicar a la Administración tributaria cualquier operación de emisión, suscripción y transmisión de valores en la que intervengan- (*vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1219; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración", en *AC*, 1992, n° 10, págs. 114-115; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 37).

ANGULO RODRÍGUEZ (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 276) afirma que el registro de valores anotados "es un registro jurídico y no administrativo, en interés del titular inscrito más que de terceros, ya que no se contempla ningún sistema de publicidad formal que permita a éstos conocer el contenido de tal registro". Y continúa "sin embargo ese interés del titular no impide que el registro pueda utilizarse en su contra en actuaciones judiciales o tributarias, a través de la obligación del auxilio judicial o del deber de colaboración con la Hacienda pública".

²¹³ La finalidad principal de estos registros no es la publicidad formal de los datos inscritos, sino su archivo para el uso de la Administración en el desarrollo de sus funciones (*vid.* AMORÓS GUARDIOLA, M., "Los registros jurídicos de bienes en Derecho español", en *II Congreso Internacional de Derecho Registral, Principios y desarrollo legislativo de los registros jurídicos de bienes*, Madrid, 1973, págs. 759-760).

bien esta calificación debe hacerse pasando por alto ciertas peculiaridades:

- En primer lugar, que el gestor del registro no es un funcionario público, sino una sociedad mercantil ²¹⁴; aunque esta circunstancia puede ser salvada entendiendo que se trata de un supuesto de participación del administrado por delegación de funciones públicas ²¹⁵.

- En segundo lugar, porque no puede afirmarse con firmeza que los asientos y certificados expedidos por estos registros estén revestidos de carácter público.

- En tercer lugar, porque la oponibilidad frente a terceros del contenido del registro ²¹⁶, encuentra en éste el apoyo de la *publicidad material*, pero no se ve asistida por una sólida *publicidad formal* que igualmente debiera ofrecer el registro para

²¹⁴ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 37.

²¹⁵ Así lo establece, por ejemplo, el art. 6.4 RD 505/1987 con relación a las Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, constituyéndolas como "delegadas del Tesoro" (cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 284).

²¹⁶ Arts. 9.2, 10.2 LMV, 12.2 y 13.2 RD 116/1992.

que la oponibilidad sea plenamente consistente
217.

El objeto inscribible -los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta- nos permite ampliar la calificación jurídica de estos registros, encuadrándolos entre los registros de bienes ²¹⁸. Detallar más todavía su naturaleza jurídica empieza a ser una cuestión conflictiva. Nuestra opinión en este punto es que los registros de valores anotados son registros de *bienes inmateriales* con un funcionamiento muy similar a los de bienes muebles. Es de nuevo la naturaleza del objeto inscribible la que nos lleva a esta conclusión, pues los valores negociables son *incorporales*, no pueden ser catalogados como bienes muebles o como cosas, ni siquiera por analogía ²¹⁹.

²¹⁷ Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1219; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, págs. 114-115.

²¹⁸ SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 46) califica este registro como un "registro de bienes - o de derechos sobre determinados bienes-" y lo identifica, en cuanto a su naturaleza, con el Registro de la Propiedad; cfr. también FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1219.

²¹⁹ Art. 336 C. ci..

FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1216, nota 3), teniendo estos argumentos en la mano y citando el *II Congreso Internacional de Derecho Registral* -en el que se conceptúa los valores como bienes inmateriales-, prefiere, sin embargo, definir los registros de anotaciones como registros "de bienes muebles por razón de claridad y de simplicidad expositiva por

Hecha la calificación de estos registros como registros de bienes, es preciso, sin embargo, advertir que los registros de valores anotados carecen de alguna de las características genéricas de aquellos. Una de ellas ya la hemos destacado y es que el gestor no es un funcionario público ²²⁰. Además el registro de valores anotados no sigue el principio de *folio real* ²²¹. Pero las principales

oposición a los registros de personas y, dentro de los de bienes, por oposición al Registro de la Propiedad".

²²⁰ RECALDE CASTELLS (en "En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad", en *RDBB*, 1993, n° 50, págs. 393-394) le resta importancia a esta diferencia observando que el registro de valores anotados es sometido a controles tan rigurosos en su llevanza -*vid.* arts. 33 y 72 RD 116/1992- que puede gozar de una confianza similar a la de los registros públicos.

²²¹ Por el contrario, FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1219) observa que el registro de valores anotados sigue el llamado sistema de *folio real*, pues "se publican titularidades reales sobre valores mediante anotación (asiento contable) [en] la cuenta abierta al titular" (así MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 115).

Pero parece más acertada la opinión de RECALDE CASTELLS (en "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 394, nota 89): primero describe el sistema de *folio real* como aquel que "hace referencia a una ordenación del registro en que cada *folio* separado tiene por objeto un bien y los derechos sobre el mismo" (remite este Autor a LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F., *Elementos de Derecho civil. III bis. Derecho inmobiliario registral*. 2ª ed., Barcelona, 1984, pág. 15; Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial II*, Madrid, 1983, pág. 265) y, en función de esta descripción del sistema de *folio real*, concluye que "la negativa a la vigencia del principio de «*folio real*» es obvia con relación a los valores que se hallan admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, puesto que en este caso las entidades adheridas llevan registros desglosados por clientes o titulares de valores -*v.* art. 31.2 RD 116/1992; mientras que las cuentas que se llevan en el Registro Central del SCLV indican los saldos de que sea titular cada entidad adherida y el saldo global de los valores que esta tenga registrados a nombre de terceros art.

divergencias de este registro con sus inspiradores vienen dadas por el modo en que ha sido perfilada su publicidad y especialmente por el descuido, casi total, de la publicidad formal del registro ²²².

Continuando con los aspectos formales, podemos decir que el registro de valores anotados es un *registro de inscripción*, pues basta con la anotación de los datos esenciales que afectan a la mutación jurídico-real, sin que sea preciso copiar íntegramente el documento en el que encuentra su causa la constitución del valor, su transmisión o la constitución de un derecho real sobre él ²²³.

Es también el registro de valores anotados un *registro completo o pleno*, por cuanto que en el se inscriben todas las incidencias que afectan a los valores: no sólo su constitución, sino también las sucesivas transmisiones y la constitución de

31.1 RD 116/1992-" Admite la posibilidad de que el registro sea llevado conforme a la técnica de *folio real* cuando los valores no están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, pero lo desaconseja, pues, "dada la naturaleza fungible de los valores -art. 17 RD 116/1992- resulta mucho más sencillo que las cuentas sean personales".

²²² En el epígrafe siguiente nos ocuparemos del análisis de la publicidad del registro de valores anotados.

²²³ FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1219) detalla que bastará con inscribir el nombre del emisor, identificación del titular, capital o importe representado, fecha de la expedición, etc. (en el mismo sentido, MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 115).

derechos reales limitados o gravámenes. Ampliando esta función del registro -y por aplicación supletoria de la legislación hipotecaria- sería deseable que también se inscribiesen en el registro derechos personales -como el arrendamiento de los valores o la opción-; u otras situaciones que puedan afectar a los valores y pueda quedar constancia de ellas en anotación preventiva -como el embargo de valores-; o las prohibiciones y limitaciones a la transmisión de los valores ²²⁴.

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

La llevanza informática de los registros de valores anotados ha causado un efecto deslumbrador en algunos sectores de la doctrina, que han acogido este hecho confiriéndole, quizá, una relevancia mayor de la que merece. Es cierto que la herramienta informática -frente a su alternativa, que son los libros de papel- supone una gran ventaja a la hora de agilizar el registro de los

²²⁴ Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, I., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1220; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 28.

valores. Incluso, a la hora de verificar las transmisiones de valores, la informática supone no tan sólo una ventaja, sino un medio insustituible, que ha permitido que el sistema de anotaciones en cuenta devuelva al tráfico sobre valores la seguridad y la celeridad que, en su momento, habían venido de la mano de los títulos. Pero, más allá de estos aspectos operativos -de innegable importancia-, el papel de la informática en el sistema de valores anotados no tiene más relevancia. Es innecesario introducir la informática en otros ámbitos del régimen de los valores anotados como si se tratara de un elemento esencial en la concepción jurídica de éstos ²²⁵.

La llevanza de los registros es la sede en la que corresponde hablar de la relación entre informática y anotaciones en cuenta. Pero ni siquiera en este marco se puede predicar la consagración del carácter informático de los registros de valores anotados ²²⁶.

²²⁵ Concretamente, no compartimos la opinión de los que incluyen la informática entre los elementos descriptivos de la *naturaleza jurídica* de los valores anotados.

²²⁶ SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 35) observa que "esta contextura informática más que ser objeto de una directa o explícita formulación, puede decirse que está en la base del sistema". Y, haciendo referencia a los arts. 24 y 47.2, añade que, no obstante, hay alguna

El otro rasgo técnico de estos registros es su configuración contable. Esta característica sí que es ineludible en la concepción de los registros de valores anotados y tiene también como finalidad facilitar la celeridad y la seguridad en el tráfico de los valores negociables ²²⁷. El propio término valores anotados en cuenta es una mención explícita a la naturaleza contable de estos registros. Tanto la LMV como el RD 116/1992 acuden a la expresión "registro contable" para referirse a ellos ²²⁸. La estructura contable de los registros de valores anotados trasciende cuando la LMV o el RD 116/1992 hacen referencia a las cuentas en que se inscriban los valores ²²⁹, a los saldos de valores que

ocasión en que expresamente se manifiesta el RD 116/1992 sobre el uso de la informática.

²²⁷ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, 15ª ed., Madrid, 1991, pág. 380.

²²⁸ Vid., entre otros, arts. 6, 7, 8, 9, 11, 12, 71.1.g) LMV y 3, 4, 6, 7, 8, 11, 12, 14, 15... RD 116/1992.

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

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

²²⁹ Art. 56 LMV.

corresponden a cada titular -por ejemplo, el art. 55 RD 116/1992 habla de compensación multilateral de los saldos acreedores y deudores de valores- o a la *transferencia contable* de valores ²³⁰.

1.2. PUBLICIDAD MATERIAL Y PUBLICIDAD FORMAL EN LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES.

La publicidad material y la publicidad formal son dos componentes de un mismo fenómeno. Los registros de valores anotados están dotados de publicidad material y se pretende que, igualmente, se encuentren revestidos de publicidad formal ²³¹.

²³⁰ Art. 9 LMV.

Un artículo especialmente representativo del carácter contable de estos registros -citado por SANTOS MARTÍNEZ en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 36- es el 31.4 RD 116/1992, en el que, con relación al registro contable de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, se dispone que "las inscripciones y cancelaciones en los registros contables a que se refieren los números anteriores se producirán en virtud del abono o adeudo en la cuenta respectiva".

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

²³¹ MADRID PARRA (en "La transmisión de valores", en *DN*, Tomo 1990-1991, pág. 94), por el contrario, afirma que "el registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta no es público". A la vista del defectuoso diseño de la publicidad formal de este registro, no le faltan motivos a este Autor para hacer esa afirmación. Pero no nos parece conveniente mantener esa opinión. Negar la publicidad del registro de valores anotados, mientras que el régimen de estos valores reconoce la publicidad material de las anotaciones en cuenta, supone admitir el establecimiento

Sin embargo, esta segunda pretensión tan sólo se ha alcanzado de forma parcial, con lo que los terceros quedan en una relativa situación de desamparo; pues, por un lado, se ven afectados por el rigor que impone la publicidad material del registro, pero, por otro, no están asistidos de todos los medios necesarios para conocer su contenido ²³².

*

*

*

El principio de *publicidad material* supone que una vez inscrito en el registro un hecho relacionado con los valores éste se entiende que es conocido de todos los terceros; al tiempo que los hechos no inscritos no pueden suponerse conocidos por el tercero, quien se encuentra libre de las consecuencias de su ignorancia ²³³. Se distingue

de una situación de desamparo para los terceros que se relacionan con el titular de valores anotados.

²³² DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 383) comenta la situación paradójica que se crea cuando "los asientos contables tienen efectos importantes frente a terceros y, sin embargo, los terceros no tienen acceso al registro, no pueden conocer su contenido"; - y concluye- "se producen, en otras palabras, los efectos propios de la publicidad material sin que exista publicidad formal".

²³³ Vid. GARRIGUES, J., *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., *cit.*, pág. 709, hablando sobre la publicidad material del Registro mercantil.

entre un *aspecto negativo* y un *aspecto positivo* de la publicidad material ²³⁴:

- no se puede oponer al tercero un hecho que no conste inscrito en el registro, pues lo no inscrito no le perjudica y, en consecuencia, no necesita invocar su ignorancia -*aspecto negativo de la publicidad*-;

- mientras que lo inscrito en el registro le perjudica, aunque de hecho lo ignore, y por ello no puede invocar su ignorancia -*aspecto positivo de la publicidad*- ²³⁵.

Las distintas manifestaciones o concreciones del principio de publicidad material encuentran un claro reflejo en el sistema de anotaciones en cuenta. En los arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992 tiene su expresión el *principio de legitimación*, en ellos se dispone que "la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá

²³⁴ Vid., con más indicaciones, PAU PEDRÓN, A., "Publicidad del Registro Mercantil", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, cit., págs. 5394 y ss..

²³⁵ Vid. GARRIGUES, J., *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., cit., págs. 709-712; PAU PEDRÓN, A., "Publicidad del Registro Mercantil", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, cit., pág. 5395.

titular legítimo" frente a aquellos que deban satisfacerle en el ejercicio de los derechos comprendidos por el valor; además el art. 11 LMV presume, en beneficio del titular inscrito, la exactitud de los asientos contables salvo prueba en contrario ²³⁶. Vuelve a manifestarse el principio de publicidad, en su aspecto positivo, en el enunciado de los arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992, cuando establece que "la transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción". Ha de entenderse que también se encuentra presente en el sistema de anotaciones el aspecto negativo de la publicidad material, pues, aunque no se llegue a enunciar explícitamente, es fácil deducirlo de la lectura a *sensu contrario* de alguno de los artículos integradores de su régimen ²³⁷.

El principio de fe pública registral es contemplado en los arts. 9.3 LMV y 12.3 RD

²³⁶ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 382.

²³⁷ Si los arts. 8 LMV y 11 RD 116/1992 disponen que los valores "se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable", podemos concluir que, cancelado el asiento, el derecho ha de entenderse extinguido -art. 97 LH- (vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1223); igualmente, de la lectura a *sensu contrario* del art. 9.2 LMV podemos deducir que mientras no se haya practicado la inscripción la transmisión de valores anotados no será oponible a terceros; etc..

116/1992, en los que se consagra la irreivindicabilidad de los valores adquiridos a *non domino* a título oneroso por el tercero que, de buena fe y sin culpa grave, confió en el contenido del registro ²³⁸.

Pero todos los postulados de la publicidad material quedan vacíos de sentido o faltos de fuerza si no existe una *publicidad formal*, un medio para dar a conocer a los terceros los datos que son inscritos en el registro. Es probable que existiese en el legislador una cierta aprensión hacia cualquier forma de *representación* documental de los valores, temiendo el riesgo de una posible cartularización de los valores anotados. Prueba de esta actitud serían los preceptos relativos a los certificados de legitimación ²³⁹, en los que se pretende evitar a toda costa su cristalización en un título-valor del estilo de los certificados de depósito. Pero quizá esta cautela ha determinado que en el sistema de anotaciones en cuenta la publicidad formal de los registros de valores haya quedado desasistida.

²³⁸ Correlato en el sistema de anotaciones en cuenta del principio recogido en el art. 34 LH.

²³⁹ Vid. arts. 12 LMV y 18 a 21 RD 116/1992, que tendremos ocasión de analizar más abajo.

Comparando el registro de valores anotados con otros registros de tutela del tráfico en los que éste ha encontrado inspiración -como el Registro de la Propiedad inmobiliaria-, se aprecia que la publicidad formal en el registro de valores anotados carece de los instrumentos necesarios para hacerse valer ²⁴⁰. El sistema hipotecario dispone que los Registros serán públicos para cuantos tengan un *interés conocido* en averiguar su contenido ²⁴¹ y establece una serie de medidas para hacer efectiva esa publicidad.

La lectura del Título VIII de la LH y del RH -en ambas disposiciones se abre bajo la rúbrica "De la publicidad de los Registros"- ayuda a evidenciar el descuido con que esta materia ha sido tratada por la LMV y sus normas de desarrollo ²⁴². Descuido que va en detrimento

²⁴⁰ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 395; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1224.

DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 382), con expresión tajante, denuncia "la absoluta ausencia de un sistema de *publicidad formal*". También llega a afirmar que "los registros de valores anotados no son (...) registros públicos" (*op. cit.*, pág. 383); (en el mismo sentido, MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 94).

²⁴¹ Arts. 221 LH y 607 C. ci..

²⁴² FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1224) observa como "no parece preocupar al legislador ni el interés legítimo de quienes puedan desear conocer el contenido del Registro, ni los

de la seguridad del tráfico y de los derechos del tercero implicado en una relación sobre valores anotados. La normativa hipotecaria -frente a la parquedad de la normativa sobre anotaciones en cuenta- se ocupa en detallar:

- Quiénes están facultados para consultar el Registro conforme al consagrado criterio del "*interés conocido*" ²⁴³.

- Cuáles son los medios para acceder al conocimiento del contenido del Registro: exhibición de los libros, emisión de notas simples -contemplados, bajo la fórmula "*manifestaciones*" ²⁴⁴- y expedición de certificaciones ²⁴⁵.

instrumentos o medios de publicidad, ni la forma o plazos para hacerla efectiva".

²⁴³ Arts. 221, 222 y 227 LH.

El principio del "*interés conocido*" constituye una cierta restricción o limitación de las personas que pueden acudir al Registro para consultar su contenido. En cierta medida, la publicidad del Registro no es absoluta -y en ello se manifiesta también que el Registro tiene como función la *protección del tráfico jurídico*-. Si bien, con buen criterio, la práctica registral es flexible al interpretar este criterio para reconocer el acceso al contenido del registro de la propiedad (cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 395, nota 92).

²⁴⁴ Arts. 222 LH y 332 a 334 RH.

²⁴⁵ Arts. 223 y ss. LH y 335 y ss. RH.

• Clases de certificaciones: en función de su contenido ²⁴⁶; en función del periodo de tiempo al que hacen referencia ²⁴⁷; distinguiendo entre certificaciones literales o certificaciones en relación ²⁴⁸; certificaciones especiales ²⁴⁹.

• Responsabilidad del Registrador en el caso de que haya divergencias entre la certificación y el asiento de su referencia ²⁵⁰.

• Recurso para exigir responsabilidad al Registrador cuando incumpla o se demore en su obligación de expedir la certificación ²⁵¹.

• Plazo de tiempo de que dispone el Registrador para expedir la certificación ²⁵².

²⁴⁶ Arts. 223 LH y 337 a 340 RH.

²⁴⁷ Arts. 224 LH y 336 RH.

²⁴⁸ Arts. 232 LH y 336 RH.

²⁴⁹ Arts. 354 y 355 RH.

²⁵⁰ Art. 226 LH.

²⁵¹ Arts. 228, 237 LH y 333 RH.

²⁵² Art. 236 LH.

• etc..

Esta riqueza de medios con que cuenta el sistema hipotecario hace sentir más viva la necesidad de dotar al registro de valores anotados de algún mecanismo que permita la consulta de su contenido. Los terceros no disponen de un medio para acceder al conocimiento del contenido del registro contable de anotaciones, pues el único medio existente -los certificados- está reservado para los titulares de los valores ²⁵³. Mientras no se amplíe el cauce de acceso al contenido del registro de valores anotados, tan sólo de un modo impreciso podrá decirse que este registro se encuentra revestido de publicidad formal.

En ocasiones la LMV dispone que debe cuidarse que haya información pública de todo lo

²⁵³ El art. 19 RD 116/1992 establece que "los certificados sólo serán expedidos a solicitud del titular de los valores o derechos".

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

relativo a la negociación de valores ²⁵⁴. Pero en esas ocasiones la Ley se está refiriendo a la *publicidad del mercado*, a la transparencia del mercado, y no a la *publicidad formal del registro*, que ahora comentamos. La publicidad o transparencia del mercado presta atención a cuestiones como la identidad del valor, la cuantía, el precio y el momento de perfección de cada una de las operaciones, que interesan más por su trascendencia económica que por aquella jurídica. La publicidad formal del registro se centra sobre cuestiones -como pueden ser la titularidad de los valores o la constitución de derechos reales limitados sobre ellos- de relevancia fundamentalmente jurídica.

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

²⁵⁴ Vid. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2667.

excepciones personales o la adquisición a *non domino*.

En la situación actual el modo habitual de conocer el contenido del registro es que el propio titular muestre un certificado de legitimación expedido al efecto. Debieran incluirse en el sistema de anotaciones en cuenta medios similares a las *manifestaciones* del sistema inmobiliario registral. Podría introducirse un medio de consulta del registro de valores anotados similar a la *nota simple* e, incluso, también cabría dotar a los registros de un medio equivalente a la *exhibición de libros* ²⁵⁵. La *exhibición de libros* debería

²⁵⁵ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, págs. 393-394.

Resultan acertadas las sugerencias de este Autor (*op. cit.* págs. 396-397 y nota 97), proponiendo formas alternativas de acceder al contenido del registro y, por consiguiente, de ampliar su publicidad formal. Considera RECALDE CASTELLS la conveniencia de establecer un procedimiento similar a la *nota "simple informativa"* existente en el Registro de la Propiedad inmobiliaria. Propone también que los interesados puedan consultar directamente el registro y, ante la imposibilidad de manifestar mediante "*exhibición*" los libros -pues la llevanza del registro se hace por medios informáticos-, plantea que las Entidades Encargadas de la llevanza de los registros pongan a disposición de los clientes "*máquinas*" "*lectoras*" de la información registrada (*vid.*, sobre esta materia, las disposiciones de los arts. 222 LH y 332 y ss. RH, en los que se habla de la "*manifestación del Registro [.../...] mediante exhibición de los libros o por nota simple informativa*" -art. 332 RH-).

Explicita este Autor la necesidad de establecer rigurosas medidas de seguridad, para evitar la alteración o manipulación de los registros cuando fuesen consultados por estos medios.

adaptarse al modo de llevanza del registro de valores anotados, que habitualmente será por medios informáticos. Las Entidades encargadas de la llevanza de los registros de valores podrían tener pantallas de consulta a disposición de aquellos que muestren un *interés conocido* sobre la titularidad o situación de determinados valores ²⁵⁶.

En este punto se hace preciso aclarar quién puede estar facultado para conocer la información contenida en el registro, pues no es deseable que cualquier persona pueda hacerlo, ni que quien lo haga pueda consultar toda la información. Concretamente, en el caso de que los valores anotados sean acciones de sociedad anónima, puede ser que el interés social exija mantener en secreto la estructura y titularidades del tejido accionarial ²⁵⁷. Por ello sólo podrán consultar el registro de valores anotados quienes efectivamente tengan un *interés conocido* -el que vaya a adquirir de otro valores anotados, el que los reciba en prenda, etc.- y sólo se les permitirá consultar los

²⁵⁶ No es ésta una propuesta radicalmente nueva, pues contamos con la experiencia en el ámbito bancario de los cajeros automáticos, a través de los cuales no tan sólo se puede consultar el estado de una cuenta, sino también hacer disposiciones de efectivo, lo cual va mucho más allá de lo que estamos proponiendo.

²⁵⁷ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 397.

datos que les sean necesarios. Cuando, por ejemplo, el que va a adquirir valores anotados quiere saber si el transmitente tiene la titularidad sobre ellos, bastará con confirmarle que el transmitente "sí es titular" o con comunicarle que "no es titular", pero, en este segundo caso, no será preciso facilitarle la identidad del verdadero titular de los valores por los que preguntó. De este modo no será necesario desvelar el secreto del registro ni en su totalidad, ni tan siquiera en la parte que supuestamente afectaba al interesado en la consulta ²⁵⁸.

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

La organización de los registros de valores anotados viene determinada, principalmente, por el régimen de negociación de los valores inscritos ²⁵⁹.

²⁵⁸ RECALDE CASTELLS (en "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 397) hace notar la diferencia en este aspecto entre el Registro de la Propiedad y el registro de valores anotados, pues al contrario "de lo que ocurre con relación a las fincas, en donde el interesado en una adquisición lo está en conocer *quién es el titular* de la finca que se pretende adquirir -o las cargas o gravámenes que sobre ella recaen-, en el caso de valores fungibles la protección del tráfico sólo reclama que el adquirente pueda conocer si el que pretende transmitirle determinados valores es titular de los mismos" (los subrayados son nuestros).

²⁵⁹ Con expresión, a nuestro entender, no del todo precisa PÉREZ ESCOLAR (en "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1012) recoge esta idea, afirmando que "la

Cuando los valores inscritos no son negociados en un mercado secundario oficial, la organización del registro es sencilla, pues bastará con que el emisor de los valores acuda a una entidad facultada para la llevanza del registro contable de valores anotados y ésta se hará cargo del registro de la emisión. Si los valores son admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, será preciso seguir un sistema de *doble escalón* en el que existe un Registro Central y otros registros adheridos a éste. Pero, en todo caso, la organización de los registros de valores anotados ha sido diseñada con

llevanza de este registro corresponde a distintas instituciones según la categoría de los títulos afectados" -entendemos que imprecisa porque no son títulos sino valores anotados los que se ven afectados por el registro contable-.

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

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

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

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

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

más flexibilidad que la de otros registros, como pueden ser el Registro de la Propiedad, el Registro de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin desplazamiento de posesión o el Registro Mercantil ²⁶⁰.

En el art. 7 LMV se contienen las líneas fundamentales de la organización de los registros de valores anotados ²⁶¹. El desarrollo de estas líneas se encuentra en el RD 116/1992 -tanto para los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, como para los valores admitidos a negociación- y en el RD 505/1987 -para el supuesto específico de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones ²⁶²-.

²⁶⁰ Por ejemplo, contrastan con el régimen de los registros de valores anotados las disposiciones del RRM sobre la organización de éste registro: en el art. 1 RRM se establece que, en todo caso, la organización del Registro estará "integrada por los Registros Mercantiles territoriales y por el Registro Mercantil Central" -como hemos visto, esto no ocurre en el caso de los registros de valores anotados cuando éstos no son negociados en un mercado secundario oficial-; las exigencias del art. 16 RRM sobre capitalidad y circunscripción de los Registros son inexistentes en el régimen de los valores anotados; tampoco hallamos correspondencia en el sistema de anotaciones en cuenta a los términos y el rigor de los arts. 17-20 RRM sobre cambios de domicilio y competencia registral; etc..

²⁶¹ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta", en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., *Negocios sobre derechos no incorporados...*, cit., pág. 314; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 29.

²⁶² El RD 116/1992 es tan sólo supletorio del RD 505/1987, que, modificado por el RD 1009/1991, de 21 de junio, sigue vigente como desarrollo reglamentario del Mercado de Deuda Pública anotada.

Antes de seguir adelante, es conveniente hacer una precisión terminológica. En el sistema de doble escalón la llevanza del registro es asumida por distintas Entidades. Veremos que el SCLV asume la llevanza del Registro Central de los valores admitidos a negociación en Bolsa, mientras que otras Entidades llevan los registros de detalle. En ocasiones, el legislador se refiere al SCLV designándolo como *Entidad encargada* del registro de valores y lo distingue de las demás Entidades refiriéndose a éstas como *Entidades adheridas* al Servicio. Cuando sea preciso, será válido dar ese sentido estricto al término *Entidad encargada* para identificar con él al SCLV, pero siempre y cuando no se olvide que las Entidades adheridas, en sentido amplio, también pueden ser denominadas con corrección *Entidades encargadas* de la llevanza del registro contable de valores anotados. *Entidades encargadas* del registro de valores anotados lo son tanto el SCLV, como las Entidades adheridas ²⁶³.

²⁶³ Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., págs. 30 y 31. Este Autor cita los arts. 19.1, 21.1, 23, 24.1, 25.1 y 27.1 RD 116/1992 como algunos de los lugares en los que el término "Entidad encargada" es usado en su sentido estricto, diferenciador del SCLV frente a las Entidades adheridas. Así mismo, cita los arts. 26.1, 31, números 1 y 2, 32.1, 33, 34.2, 36.1, 37, 38, 40, 41 (artículo, relativo a las transferencias de valores entre Entidades adheridas, que este Autor destaca como especialmente representativo al respecto) y 42 RD 116/1992 como ocasiones en los que el término "Entidad adherida" aparece empleado como distintivo frente al SCLV.

2.1. REGISTROS DE VALORES NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.

Antes de nada, cabe preguntarse por el sentido que pueda tener la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta cuando éstos no van a ser negociados en un mercado secundario oficial. A primera vista puede parecer una incongruencia acudir a esta forma de representación si los valores no van a ser negociados -y máxime cuando se trate de acciones, valor transmisible por naturaleza ²⁶⁴-, ya que el sistema de anotaciones en cuenta tiene como finalidad facilitar la circulación de los valores. Pero, en un análisis más detenido, son varias las razones que justifican la anotación en cuenta de éstos valores. En primer lugar, porque los valores en cuestión pueden ser negociados en mercados organizados distintos de los oficiales ²⁶⁵. Además, el registro o anotación contable de los valores es

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

²⁶⁴ Vid. art. 63.2 LSA en el que se declaran "nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción".

²⁶⁵ Vid. art. 54 RD 116/1992.

una forma de trasladar a un tercero comisionista - la Entidad encargada del registro- la llevanza de la gestión y control de los valores, evitándose esta labor la Entidad emisora. Por otro lado, la necesaria nominatividad de los valores anotados permite al emisor conocer en todo momento la identidad de los titulares y, en el caso de las acciones, evita a la sociedad tener que llevar el libro registro de acciones nominativas ²⁶⁶.

*

*

*

La llevanza del registro contable de los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales sigue un sistema de *Entidad única*, porque el escaso volumen de negociación que habitualmente tienen estos valores no exige articular un sistema más complejo ²⁶⁷. Es

²⁶⁶ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas", en *RDM*, 1992, n° 203-204, pág. 170.

²⁶⁷ Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos", en *DN*, 1992, n° 26, pág. 17; TAPIA HERMIDA, quien observa (en "El desarrollo reglamentario...", cit., pág. 272) que "el hecho de que estos valores anotados no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial y, en concreto, en una bolsa de valores determina un régimen simplificado de registro contable que se proyecta tanto en lo que se refiere a los aspectos subjetivos como a los aspectos funcionales". Habla también este Autor de la simplificación que supone el escalón único no tan sólo en los aspectos organizativos -que son los que ahora comentamos-, sino también en los aspectos operativos, como son la inscripción de las transmisiones -art. 50 RD 116/1992-, de derechos

innecesario mantener los costes económicos y organizativos que se desprenden del sistema de doble escalón ²⁶⁸. Se procede conforme a un sistema de escalón único ²⁶⁹.

Una situación especial, a la que ya hemos hecho referencia, viene constituida por los valores negociados en mercados secundarios organizados -figura distinta de los mercados secundarios oficiales-. En este caso, las Entidades financieras que ostenten la condición de miembro de uno de estos mercados y que tengan inscritos valores por cuenta de terceros lo manifestarán a la Entidad encargada de la llevanza del registro contable, que hará constar en sus cuentas el saldo de los que se hallen en tal

reales limitados u otros gravámenes -art. 51 RD 116/1992- o la amortización de valores -art. 52 RD 116/1992- (op. cit. pág. 273).

Cfr. también SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 29; SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto...", cit., pág. 2848.

²⁶⁸ MARTÍNEZ MUÑOZ (en "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", cit., pág. 19) denuncia estos costes y hace referencia a algunos de los elementos en los que se traduce la complejidad del sistema de doble escalón - como son la existencia de un registro central y las operaciones cruzadas entre los diversos participantes en el mercado, que les exige transmitirse de modo constante un ingente cúmulo de información-.

²⁶⁹ Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", cit., pág. 273.

situación ²⁷⁰. La constitución de uno de estos mercados será autorizada por el Gobierno conforme a las previsiones del art. 77 LMV. En dicha autorización se fijará en qué términos deben efectuarse la manifestación de valores inscritos por cuenta de terceros y constancia de saldos a que acabamos de hacer referencia ²⁷¹. Añade el art. 54.2 RD 116/1992 que las Entidades financieras integradas en uno de estos mercados "tendrán siempre a disposición de la Entidad encargada del registro contable, así como de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relación de los valores que tengan inscritos por cuenta de terceros con indicación de la identidad de éstos" ²⁷².

La Entidad emisora de los valores podrá escoger libremente la encargada de la llevanza del registro contable entre las que ostenten la

²⁷⁰ Art. 54.1 RD 116/1992.

²⁷¹ Art. 54.1, proposición segunda, RD 116/1992.

²⁷² SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", cit., pág. 29) a propósito del comentario de estos mercados, comenta que las previsiones del art. 7.2 LMV -que se ocupa de los registros de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales- y de los arts. 45 y ss. del RD 116/1992 -su desarrollo reglamentario- "revelan que, aun cuando la utilización del sistema de anotaciones en cuenta (...) encuentre una adecuada justificación en relación con el funcionamiento del mercado secundario oficial, hay en tal sistema una potencial utilidad incluso fuera de tal mercado".

condición de Sociedad o Agencia de Valores ²⁷³. La Sociedad o Agencia de Valores designada deberá tener incluida en su declaración de actividades la prevista en la letra g) del art. 71 LMV ²⁷⁴. El SCLV

²⁷³ Art. 7.2 LMV y 45.1 RD 116/1992.

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

Vid. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Sociedad de Valores", en *VV. AA.*, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, *cit.*, págs. 6316 y ss..

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

²⁷⁴ Art. 45.1 RD 116/1992.

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

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

también podrá llevar el registro de emisiones de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales. A éstos efectos se entiende que el SCLV tiene la condición de Agencia de Valores, figurando en su declaración de actividades la comprendida en la letra g) del art. 71 LMV ²⁷⁵. A pesar de la libertad de que goza la emisora para la elección de la encargada del registro contable de sus valores, será requisito previo a la llevanza de éste la inscripción de la designación de la Entidad encargada en el registro que la CNMV lleva al efecto ²⁷⁶ -así lo disponen los arts. 7.2 LMV y 45.2 RD 116/1992 ²⁷⁷; en el art. 92.a) LMV se contempla el referido registro de la CNMV-. Este sistema de

²⁷⁵ Art. 66.3 RD 116/1992.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 29.

²⁷⁶ De este modo, comenta SENES MOTILLA (en "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3565), podrá evitarse la duplicidad registral.

²⁷⁷ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 272.

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

pluralidad de registros ²⁷⁸ en el que la emisora de los valores puede escoger la Entidad que quiera para la llevanza del registro es expresión de la flexibilidad en la organización de los registros que antes mencionábamos.

Es más, si la Entidad emisora de los valores decidiera cambiar la Entidad encargada de la llevanza del registro contable de la emisión de valores podrá hacerlo ²⁷⁹. Para la designación de la nueva Entidad encargada, la emisora procederá del mismo modo que tuvo que hacerlo para designar a la primera encargada ²⁸⁰. El art. 46.1, proposición segunda, RD 116/1992 establece que la sustitución será efectiva cuando la antigua Entidad encargada haya hecho entrega a la nueva del registro contable de los valores. Tal entrega se entenderá realizada "en el momento en que la nueva Entidad encargada

²⁷⁸ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 381; *vid.* la clasificación que efectúa ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en "El sistema español de anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 99) de los tres posibles modelos de organización del registro de valores anotados en cuenta.

²⁷⁹ Así lo contempla el art. 46.1 RD 116/1992.

TAPIA HERMIDA (en "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 272) comenta la importancia que "tiene el régimen de sustitución de dicha entidad, habida cuenta del carácter imprescindible de su actuación, por lo que se ha de asegurar, en todo caso, una continuidad en la labor de llevanza de registro".

²⁸⁰ Es decir, deberá seguir las prescripciones del art. 45 RD 116/1992.

pueda asumir plenamente la llevanza y se comuniquen esta circunstancia a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su incorporación al registro contemplado en el artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores". La Entidad emisora asumirá los gastos de este proceso de sustitución ²⁸¹.

En cuanto al modo concreto de la llevanza del registro contable de una emisión de valores, señala el art. 47.1 RD 116/1992 que la Entidad encargada deberá cuidar que el registro refleje en todo momento el saldo de los valores que corresponda a cada titular y realizará los desgloses que sean oportunos para que, a pesar de la fungibilidad de los valores, consten las circunstancias específicas que puedan afectar a cada uno ²⁸². Para la expresión de los saldos, el art. 47.2 RD 116/1992 impone que se seguirá "un sistema informatizado de referencias numéricas" ²⁸³. La referencia numérica de cada saldo

²⁸¹ El ar. 46 RD 116/1992 contempla también los procedimientos que se seguirán cuando la sustitución de la Entidad encargada tenga lugar a iniciativa de la propia Entidad sustituida o como consecuencia de otras circunstancias sobrevenidas que así lo exijan.

²⁸² El art. 47.1 RD 116/1992 explicita que "en todo caso, serán objeto de desglose aquellos que estén afectados por derechos reales limitados u otra clase de gravámenes y aquellos respecto de los que hayan sido expedidos certificados".

²⁸³ Conceptualmente no es incorrecto pensar que el registro de valores anotados pueda llevarse por medio de libros; pero, desde una perspectiva práctica, se hace casi inevitable concluir que éste debe ser un registro

identificará al emisor de los valores, la emisión a la que pertenecen, el número de valores comprendidos en el saldo y el titular de éstos - art. 47.2 RD 116/1992-. Si alguno de los valores integrados en el saldo estuviese desglosado, la referencia numérica identificará también el tipo de derecho real limitado o gravamen de que se trate y su titular o, si es el caso, cotitulares ²⁸⁴.

Será responsabilidad de las Entidades encargadas del registro contable asegurar que en todo momento la suma de los saldos de los distintos titulares coincide con el número total de valores integrantes de la emisión ²⁸⁵. Para ello

informatizado, pues la informatización resuelve multitud de problemas operativos.

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

Vid. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 166.

²⁸⁴ Art. 47.2 *in fine* RD 116/1992.

²⁸⁵ Art. 48.1 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 273.

Se identifica en esta medida una clara prevención del legislador para evitar que se produzca en el sistema de

establecerán sistemas internos de comprobación y control que, antes de ser aplicados, habrán de comunicar a la CNMV, la cual podrá obligar a hacer las modificaciones necesarias para que dichos sistemas sean realmente eficaces ²⁸⁶.

2.2. REGISTROS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.

2.2.1. REGISTROS DE VALORES ADMITIDOS A COTIZACIÓN EN BOLSA.

La llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en Bolsa ha sido encomendada, con carácter necesario, al SCLV, que lleva el Registro Central, y a las Entidades adheridas al mismo ²⁸⁷. Queda así consagrada la

anotaciones en cuenta la *inflación técnica de anotaciones* que tuvo lugar en el sistema de fungibilidad del D 1128/1974 (vid. op. ult. cit. pág. 273).

²⁸⁶ Art. 48.2 RD 116/1992.

²⁸⁷ Arts. 7.3 y 54.1 y último LMV, en relación con el art. 30 RD 116/1992.

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

DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 380), con anterioridad a la publicación del RD 116/1992, preveía esta solución afirmando entonces que, con relación a este tipo de valores, "la opción que goza con más posibilidades es la de encomendar la llevanza de los registros contables al SCLV pero no de forma exclusiva, sino

opción por el sistema de doble escalón o sistema mixto ²⁸⁸. Opción acertada, pues en el caso de un

en conjunto con las entidades adheridas, teniendo entonces aquél el carácter de registro central".

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

²⁸⁸ ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (en "El sistema español de anotaciones en cuenta...", cit., págs. 99-100) contempla tres modelos teóricos para la organización del sistema de anotaciones en cuenta: "el sistema de registro único, el sistema de la pluralidad de registros y el sistema mixto o combinado, en el que, además de un registro central, existen otros registros conexiónados a él y del que, de una u otra forma, son complemento o auxiliares".

Observa también ROJO las ventajas e inconvenientes del sistema de registro único y del llamado sistema mixto, saldando en su análisis a favor de éste último -si bien ha de tenerse presente que las consideraciones de este Autor, aunque trasladables en gran medida al caso que nos ocupa, son referidas al sistema de anotaciones en cuenta del RD 505/1987-.

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

mercado como la Bolsa la complejidad, las posibles fuentes de errores y los costes elevados vendrían dados por la adopción de un sistema de registro único, ya que el número de titulares de valores con cuentas abiertas en ese registro sería altísimo y habría que atender a un volumen inmenso de negociación y asumir también la gestión del cobro de intereses, dividendos, emisión de certificados de legitimación, etc. ²⁸⁹.

También serán objeto de registro por el SCLV y sus Entidades adheridas los valores respecto de los que esté solicitada o vaya a solicitarse la admisión a negociación en Bolsa ²⁹⁰. Si no se obtuviese la admisión a negociación o esta no fuese solicitada dentro del plazo previsto, los valores pasarán a un sistema de registro único, siguiendo

que descansa el nuevo régimen de representación de los valores”.

²⁸⁹ Cfr. DÍAZ MORENO, A., “La prenda de anotaciones en cuenta”, *cit.*, pág. 380 y “La necesidad de intervención de fedatario público...”, *cit.*, pág. 33, nota 6; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., “Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...”, *cit.*, pág. 315.

²⁹⁰ Art. 30.2 RD 116/1992.

Añade el art. 30.2 RD 116/1992 que “a tal efecto, la intención de solicitar la admisión deberá manifestarse en el folleto de emisión o de oferta pública de venta de los valores o en documento presentado a tal fin ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores”.

para ello el procedimiento fijado en el art. 34 RD 116/1992 ²⁹¹.

Junto al registro llevado por el SCLV y sus Entidades adheridas -o, mejor, cabría decir al margen de este registro- es posible que las Comunidades Autónomas con competencia en la materia dispongan la creación por las Sociedades Rectoras de servicios propios de llevanza del registro contable valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores ²⁹². Sólo se registrarán en uno de estos registros los valores que sean negociados exclusivamente en la Bolsa de Valores de la Comunidad Autónoma en cuestión; si un valor es negociado en dos Bolsas cae bajo la competencia del SCLV. En cuanto a la compensación y liquidación de las operaciones sobre estos valores, parece lo más recomendable que su llevanza quede también encomendada a estos servicios creados por las

²⁹¹ Art. 30.2 *in fine* RD 116/1992.

²⁹² Vid. art. 30.3 RD 116/1992. La previsión de lo contenido en este artículo se encuentra contemplada en los arts. 7.3 y 54.2 LMV.

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

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 31; DÍAZ MORENO, A./PRIES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 315.

Sociedades Rectoras, si bien parece que las Sociedades Rectoras de las Bolsas gozan de libertad para decidir la separación jurídica de sus servicios encargados de la llevanza del registro de valores y de la compensación y liquidación de operaciones sobre ellos, pues el RD 116/1992 trata por separado estas facetas -pero, repetimos, lo más acertado parece seguir el esquema unificado seguido por el SCLV- ²⁹³.

Entremos en el análisis de la estructura del sistema de doble escalón. En el Registro Central que lleva el SCLV tendrán abiertas cuentas las Entidades adheridas ²⁹⁴. Cada Entidad adherida

²⁹³ Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", cit., pág. 21.

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

²⁹⁴ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 380; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 315.

tendrá abiertos dos tipos de cuentas con referencia a cada categoría de valores fungibles entre sí ²⁹⁵:

- Una cuenta que refleje el saldo de los valores de los que sea titular la propia Entidad adherida.
- Otra cuenta que refleje el saldo global de los valores de esa categoría que la Entidad adherida tenga registrados en sus cuentas a nombre de terceros ²⁹⁶.

El SCLV es una sociedad anónima ²⁹⁷ constituida conforme a las previsiones del art. 54 y la DA 9^a LMV ²⁹⁸ y cuyos accionistas son las

²⁹⁵ Art. 31.1 RD 116/1992.

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

²⁹⁶ TAPIA HERMIDA (en "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 271) destaca que será responsabilidad de cada Entidad adherida "la reconstrucción interna de manera exacta de los titulares concretos de los valores que tiene anotados por cuenta ajena en el registro central" -arts. 30 y 31 RD 116/1992.

²⁹⁷ Cfr. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3565, nota 10; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 116; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1010.

²⁹⁸ La DT 10 LMV declara a extinguir el anterior sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios, que estaba regulado por el D 1128/1974, de 25 de abril, y prevé la transformación de



Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y las Entidades adheridas, que participan en el capital del Servicio en los términos fijados en el art. 69 RD 116/1992 ²⁹⁹. Desarrollará las funciones que le atribuyen la LMV y el RD 116/1992 ³⁰⁰, entre las que destacan -a efectos de lo que ahora nos ocupa- la llevanza del Registro Central y el control y supervisión de los registros llevados por las restantes Entidades ³⁰¹. No podrá realizar ninguna

los títulos incluidos en el mismo en anotaciones en cuenta (cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", cit., pág. 369). La derogación del mencionado Decreto no podía tener lugar más tarde del 31 de diciembre de 1992 -imponía la DT 10 LMV-. Tuvo lugar con la DD del RD 116/1992, de 14 de febrero, en la que también se dejó sin valor la Orden de 20 de mayo de 1974, que desarrollaba aquél Decreto.

²⁹⁹ Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 314.

³⁰⁰ Art. 65.1 RD 116/1992.

³⁰¹ Podemos relacionar las funciones del SCLV según el esquema del Capítulo primero, del Título III, del RD 116/1992: funciones generales de compensación, liquidación y registro -art. 66-; funciones de supervisión -art. 72-; funciones de dirección y administración -art. 73- y funciones consultivas -art. 74-.

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

- cuestiones relativas a la liquidación;
- cuestiones relativas al registro de valores anotados

actividad de intermediación financiera, ni las actividades propias de las Sociedades y Agencias de Valores reseñadas en el art. 71 -salvo la contemplada en la letra g), consistente en la llevanza del registro contable de valores anotados no admitidos a negociación en mercados oficiales- y "se abstendrá de asumir riesgos con los participantes en la compensación y liquidación" ³⁰².

Hasta aquí el primer escalón. El segundo escalón está integrado por los registros que llevan las Entidades adheridas ³⁰³. En ellos se llevarán, con referencia a cada valor -al igual que en el registro llevado por el SCLV-, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los valores que le pertenezcan ³⁰⁴. De este modo en el segundo escalón se produce la individualización de los valores que

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

Vid. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "La reforma del Mercado de Valores español...", *cit.*, pág. 19; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 314.

³⁰² Art. 65.2 RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 116.

³⁰³ Registros contables de detalle, los llama el art. 33.1 RD 116/1992.

³⁰⁴ Art. 31.2 RD 116/1992.

estaban inscritos en las cuentas de terceros del Registro Central ³⁰⁵, permitiendo la identificación con el nombre de su titular -la identificación de los valores de los que son titulares las Entidades adheridas no tiene lugar en este escalón, sino en el anterior, ya que ellas sí que pueden tener abiertas cuentas a nombre propio en el SCLV- ³⁰⁶.

En consecuencia, si hay dos lugares en los que consta inscrito el valor ³⁰⁷, ¿el titular dispone por tanto de dos valores? No, el sistema de anotaciones en cuenta funciona dando valor sólo a las anotaciones realizadas en el registro en el que se verifica la individualización por titular -en el Registro Central, para las Entidades adheridas; en el registro llevado por cada Entidad adherida, para

³⁰⁵ Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 315.

³⁰⁶ Podemos constatar en este punto dos de las características esenciales de los valores anotados en cuenta: la nominatividad y la fungibilidad. La nominatividad, porque en todo caso los valores terminan siendo identificados con el nombre de su titular. La fungibilidad se hace evidente al considerar que, tanto en las cuentas de terceros llevadas en el registro central, como en la cuenta de cada titular llevada en la Entidad adherida, la individualización de los valores no tiene lugar, es irrelevante porque éstos son fungibles entre sí.

³⁰⁷ Observa TAPIA HERMIDA (en "El desarrollo reglamentario...", cit., pág. 272) que "conforme al sistema de doble escalón, la primera inscripción de los valores anotados se ha de producir tanto en el SCLV como en las entidades adheridas" -el subrayado es nuestro-.

sus clientes-³⁰⁸. Así ha de entenderse el art. 32.5 RD 116/1992 cuando dispone que "la inscripción a nombre del titular que se produzca en los registros contables de las Entidades adheridas o, siendo éstas las titulares, en los registros a cargo del servicio, será la que produzca los efectos previstos en los artículos 9, 10 y 11 de la Ley del Mercado de Valores y preceptos concordantes de este Real Decreto"³⁰⁹.

Antes de continuar con el análisis de la organización del registro contable de valores admitidos a negociación en mercados secundarios, veamos qué entidades pueden actuar como Entidades adheridas. El art. 76.1 RD 116/1992 reconoce a las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa, que sean miembros de una o varias Bolsas, la facultad para actuar como Entidades adheridas al SCLV³¹⁰. Esta

³⁰⁸ GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* págs. 63-64.

³⁰⁹ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 116.

El art. 9 LMV hace referencia a la transmisión de valores anotados, el art. 10 a la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre éstos y el art. 11 se refiere a la legitimación para exigir de la entidad emisora la realización de las prestaciones a que da derecho el valor.

³¹⁰ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 33, nota 6.

actividad podrá ser también desarrollada por algunas de las entidades contempladas en el art. 76.2 RD 116/1992 ³¹¹; los Bancos y las Cajas de Ahorro, incluidas la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros, las Entidades Oficiales de Crédito, el Banco de España y la Caja General de Depósitos, las Sociedades y las Agencias de Valores que no sean miembros de ninguna Bolsa y las Entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV ³¹². Para que las entidades enumeradas en el art. 76.2 RD 116/1992 puedan adquirir la condición de Entidad adherida deberán solicitarlo ante el SCLV; éste emitirá un informe verificando si la entidad

Vid. también art. 71.1.h) LMV para las Sociedades de Valores y Bolsa y art. 71.2 LMV para las Agencias de Valores y Bolsa.

³¹¹ Estas entidades no tienen la condición de miembros de la Bolsa y, por consiguiente no pueden intervenir en la negociación de valores admitidos en ésta (cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 17).

Vid. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 315; BISBAL MÉNDEZ, J. y LLEBOT MAJÓ, J. O., "Bancos privados", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, *cit.*, págs. 760-762; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2670.

³¹² Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 31; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 116; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 33, nota 6.

Vid. también art. 76.2.a) LMV.

solicitante cuenta con los sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender las funciones que se le atribuyen ³¹³ y lo remitirá a la CNMV en el plazo de dos meses, contados desde la fecha de la solicitud; finalmente, la CNMV, si procede, aprobará la solicitud, momento en el cual tendrá lugar la adquisición de la condición de Entidad adherida ³¹⁴.

El art. 79 RD 116/1992 establece los supuestos de *pérdida y suspensión de la condición de Entidad adherida*.

La *pérdida* tendrá lugar:

- Por renuncia.

- Por no proceder a la adquisición o suscripción de acciones del SCLV en los procesos de adaptación previstos en el art. 70 RD 116/1992.

³¹³ "El Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán determinar requisitos específicamente exigibles al efecto" (cfr. art. 77 *in fine* RD 116/1992). En relación con esta materia *vid.* Orden de 6 de julio de 1992 sobre requisitos y procedimiento para la adquisición de la condición de entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

³¹⁴ Arts. 77 y 78 RD 116/1992.

- Por la pérdida de la condición de Sociedad o Agencia de Valores o de Entidad de las señaladas en el art. 76.1.a) LMV.

- Por la falta de adaptación a las exigencias técnicas que impongan las modificaciones o mejoras que se introduzcan por el SCLV o por disposiciones legales en los sistemas de llevanza de los registros contables y de compensación y liquidación.

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

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

- que se encuentren en mora en el pago de cualesquiera deudas que hubieran contraído con el Servicio;

- o que reiteradamente hayan incumplido sus deberes en el proceso de liquidación, incluidas las demoras.

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

Desde que tenga lugar la pérdida o la suspensión de la condición de Entidad adherida no podrán desarrollarse las actividades propias de dicha condición, sin perjuicio de la finalización de las operaciones en curso y de la realización de las actividades registrales de las que derive una reducción del volumen de valores registrados en la Entidad ³¹⁵. En los casos de suspensión, la Entidad

³¹⁵ El legislador hace una referencia implícita a la posibilidad de que la Entidad, tras la pérdida de la condición de Entidad adherida, siga llevando el registro de otros valores que no estén admitidos a negociación en Bolsa.

que sea accionista del SCLV conservará los derechos y obligaciones que le corresponden como socio de dicha Sociedad anónima, aunque no podrá participar en la adopción de decisiones que puedan afectar a la organización o al funcionamiento de los procesos de compensación y liquidación.

La pérdida o la suspensión de la condición de Entidad adherida serán objeto de publicación en el Boletín de Cotización al que se refiere el art. 14 del RD 726/1989 sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedades de Bolsa y Fianza Colectiva.

No se debe pasar por alto cuál es la intención cara al futuro de la LMV con relación a las Entidades adheridas y, en general, con relación a cuantas entidades pueden desarrollar las actividades enumeradas en el art. 71. Por el momento, "para no provocar una ruptura con las prácticas tradicionales de nuestro sistema financiero" ³¹⁶, se ha admitido que, además de las Sociedades y Agencias, otras entidades puedan adquirir la condición de Entidad adherida. Pero el

³¹⁶ EM LMV, número 13.

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

Gobierno podrá establecer limitaciones a la actuación directa de esas entidades, "con el fin de impulsar, si se estimara necesario, la constitución por dichas entidades de Sociedades y Agencias de Valores en las que se centraría su actuación en los mercados de valores" ³¹⁷. Parece que las líneas trazadas por la LMV apuntan a que las Sociedades y Agencias lleguen a ser las únicas autorizadas para desarrollar las actividades enumeradas en su art. 71 ³¹⁸. Pero "la Ley ha considerado prematuro pronunciarse por una especialización forzosa de las instituciones financieras en actividades del mercado de valores", aunque "no excluye su posibilidad, que habrá de concretarse a la vista del desarrollo de las Sociedades y Agencias de Valores" ³¹⁹.

Continuemos con los aspectos organizativos de los registros de valores admitidos a negociación en Bolsa. Cuando un valor se vea afectado por una situación especial se mantendrá bajo el oportuno control y, en todo caso, serán objeto de desglose aquellos valores sobre los que se haya constituido

³¹⁷ EM LMV, número 13.

³¹⁸ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 33.

³¹⁹ EM LMV, número 13 *in fine*.

un derecho real limitado u otra clase de gravamen y aquellos respecto de los que esté expedido certificado de legitimación ³²⁰. El desglose del valor se efectuará en aquella cuenta en la que el valor se individualiza -siguiendo para ello las directrices del art. 32.5 RD 116/1992-.

El control de los valores será facilitado por las *referencias de registro* que son atribuidas a cada saldo de valores ³²¹. El SCLV llevará un fichero de las referencias de registro de los saldos de los valores inscritos en el Registro Central y correspondientes a cada Entidad adherida -ya sean valores inscritos a nombre de la propia Entidad adherida o inscritos en sus cuentas de terceros-. Cada Entidad adherida llevará también un fichero de las referencias de registro que correspondan a los saldos de los valores que están inscritos en su registro contable de detalle ³²².

³²⁰ Art. 32.3 RD 116/1992.

³²¹ Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 272.

Estas *referencias de registro* vienen a cumplir una función análoga a la desempeñada, en su día, por las *referencias técnicas* del sistema de valores fungibles establecido por el D 1128/1974 (cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, págs. 1003 y 1011).

³²² Art. 32.1 RD 116/1992.

Para asegurar que el sistema será seguido con rigor, el art. 32.2 RD 116/1992 impone que no se podrá practicar "abono o adeudo alguno en las cuentas sin que esté expedida o dada de baja la referencia de registro correspondiente" ³²³. Las reglas técnicas que detallen la configuración de las referencias de registro procurarán asegurar la identificación individualizada de cada operación sobre valores; estas reglas serán fijadas por el SCLV ³²⁴.

Pesa sobre el SCLV la responsabilidad de una cuádruple actividad de control ³²⁵:

- control de los saldos de las cuentas de valores del Registro Central correspondientes a cada Entidad adherida;
- control de los saldos de las cuentas de los registros contables de detalle llevados por las Entidades adheridas;

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 116.

³²³ "La composición y las reglas aplicables para la expedición de las referencias de registro se fijarán por el Servicio. Su composición permitirá la identificación individualizada de cada transacción" -art. 32.3 RD 116/1992-.

³²⁴ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 212.

³²⁵ Art. 33.1 RD 116/1992.

- cuidará de la correspondencia de la suma de tales saldos con el número total de valores que integran cada emisión;
- llevará también control de los valores que hayan sido tomados en préstamo para dar cumplimiento al sistema de aseguramiento de la entrega de valores ³²⁶ o al sistema de crédito para operaciones de contado.

El art. 33.2 RD 116/1992 faculta al SCLV para servirse de los sistemas de comprobación que estime precisos para hacer efectiva su actividad de control ³²⁷. Para facilitar este control y en la medida en que lo exijan los sistemas de comprobación del SCLV, las Entidades adheridas mantendrán informado al Servicio y, en general, contribuirán con él en cuanto les corresponda ³²⁸.

El registro contable de los valores extranjeros admitidos a negociación en Bolsas de Valores españolas sigue las líneas fundamentales

³²⁶ El art. 57 RD 116/1992 contempla el préstamo de valores requerido por el sistema de aseguramiento para la entrega de valores en la fecha de liquidación.

³²⁷ Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 272.

³²⁸ Art. 33.2 RD 116/1992.

trazadas por el RD 116/1992 ³²⁹, excepción hecha de las especificidades que recoge el art. 35. Su admisión a negociación en las Bolsas españolas no requiere un cambio en su forma de representación, de modo que seguirán incorporados a títulos o desmaterializados según las normas de su propio ordenamiento. Se inscribirán en el Registro Central llevado por el SCLV y éste cuidará que la suma de los saldos de las cuentas de dichos valores coincidan en todo momento con los que, "afectos al mercado español, mantenga en depósito o registrados una Entidad extranjera habilitada a este efecto" ³³⁰. La CNMV podrá disponer que, además del control de correspondencia de saldos que lleva el SCLV, una Entidad financiera suficientemente solvente se haga responsable directo de la correspondencia de dichos saldos.

Antes hemos hecho referencia a la posibilidad de que las Sociedades Rectoras de las Bolsas de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia constituyan sus propios servicios de compensación y liquidación. Cabe plantearse si estos servicios podrían actuar como Entidad

³²⁹ Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", cit., pág. 272.

³³⁰ Art. 35.2 RD 116/1992.

adherida al SCLV. Esta hipótesis se apoya sobre la supuesta aplicación analógica a los referidos servicios de la previsión del art. 76.2.c) RD 116/1992, conforme al cual las entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCLV sí que pueden ³³¹. Pero el propio art. 76 RD 116/1992 nos sirve para responder negativamente a esta hipótesis, pues del tenor del mencionado artículo se deduce que su propósito es hacer una relación exhaustiva de las Entidades que pueden adquirir la condición de Entidad adherida. A la misma conclusión negativa se llega si contemplamos el art. 69 RD 116/1992, en el que se hace referencia a los accionistas del SCLV, entre los que no aparecen los servicios de compensación y liquidación creados por la Sociedades Rectoras de las Bolsas y la condición de socio del SCLV es requisito necesario para poder ser Entidad adherida. El mismo razonamiento puede desprenderse de la lectura del art. 66.4 RD 116/1992, que, así como reconoce que el SCLV puede participar en el capital de otras Entidades dedicadas a la compensación y liquidación o llevanza del registro

³³¹ Cfr MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", cit., pág. 20.

contable de valores, no admite la situación inversa
332.

2.2.2. REGISTROS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES.

En materia de Deuda Pública el RD 116/1992, en su art. 43, se reconoce tan sólo de aplicación supletoria, pues sigue vigente para su regulación el RD 505/1987 ³³³.

La actividad de registro de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública es desempeñada de modo conjunto por la Central de Anotaciones -como registro central- y las Entidades Gestoras ³³⁴, siguiendo así la estructura del doble escalón ³³⁵.

³³² Cfr. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 21.

³³³ DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 381) afirmaba con anterioridad a la publicación de la normativa reglamentaria de desarrollo que "el sistema será análogo al establecido en 1987 por el Real Decreto de 3 de abril". Cfr., también, ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, págs. 273 y 280; TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 272.

³³⁴ Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1012; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 272; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 381 y "La necesidad de intervención de fedatario

Existe una tercera categoría de sujetos que son los titulares de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones. Estos últimos son miembros del Mercado -al igual que la Central de Anotaciones y las Entidades Gestoras-³³⁶, pero no pueden operar sino por cuenta propia, estándoles vedada la posibilidad de actuar como intermediarios financieros³³⁷. Aunque forman parte de la estructura del Mercado, no forman parte de la estructura del registro de valores de Deuda Pública anotados en cuenta. Para adquirir la condición de titular de cuentas a nombre propio es preciso

público...", *cit.*, pág. 30; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 32.

³³⁵ Arts. 7.4 y 56.1 LMV.

³³⁶ Art. 57.1 LMV. Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 369; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 15; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1014.

³³⁷ Art. 56.5 LMV.

El art. 4 RD 505/1987 -modificado por el RD 1009/1991- dispone, conforme a lo previsto por el art. 58 LMV -modificado por el art. 58 de la Ley de Presupuestos del Estado para 1990, ley 4/1990-, que sólo podrán ser titulares directos de cuentas a nombre propio el Banco de España y las Entidades e intermediarios financieros que cumplan los requisitos que determine el Ministerio de Economía y Hacienda. Las demás personas físicas y jurídicas -continúa el art. 4 RD 505/1987- tan sólo "podrán adquirir y mantener Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, en calidad de comitentes, en las Entidades Gestoras" (cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 282; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 15-16).

cumplir los requisitos que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda ³³⁸.

La Central de Anotaciones es un servicio público que no tiene personalidad jurídica propia y lo gestiona, por cuenta del Tesoro, el Banco de España ³³⁹. El art. 57 LMV reitera estas ideas y confiere a la Central la consideración de organismo rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones ³⁴⁰. La Central de Anotaciones llevará las cuentas de todos los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública. En su categoría de registro central seguirá dos formas distintas de llevanza de las cuentas ³⁴¹:

³³⁸ Art. 58 LMV.

Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1014. "Con anterioridad a la entrada en vigor de la LMV," -señala este Autor- "las condiciones para acceder a la titularidad de cuentas fueron establecidas por la Orden de 19 de junio de 1987, que exigió contar con un mínimo determinado de recursos propios y pertenecer a una de las clases de entidades que la propia Orden especificaba y que incluían a la práctica totalidad de las entidades financieras y de crédito".

³³⁹ Art. 5.1 RD 505/1987.

³⁴⁰ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 15; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1014; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 282. Por lo que a la actividad rectora se refiere, comenta este último Autor -citando en art. 5 RD 505/1987- que la Central de Anotaciones "gestionará la emisión, amortización, pago de intereses, transferencias de saldos y desgloses de los mismos para individualizar partidas, así como organizará el mercado secundario exclusivamente entre los titulares directos".

³⁴¹ Art. 56.2 LMV.

- de forma individualizada, para las cuentas a nombre propio de los titulares autorizados a operar directamente en la Central ³⁴²;
- de forma global, para las cuentas de terceros que tengan abiertas las Entidades Gestoras en dicha Central ³⁴³.

Las Entidades Gestoras pueden ser de dos clases ³⁴⁴:

- *Entidades Gestoras con capacidad plena*, que pueden ser titulares directos de cuentas a nombre propio en la Central y, además, pueden realizar operaciones sobre valores como comisionistas de sus clientes, manteniendo para ello cuentas

³⁴² Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 381.

³⁴³ Destacando más los aspectos operativos que los registrales, observa ANGULO esta idea (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, págs. 281-282) diciendo que las Entidades Gestoras "además de poder operar en nombre propio si reúnen adicionalmente la condición de titulares directas en la Central, operarán como comisionistas por cuenta de terceros, manteniendo en dicha Central una cuenta global y separada para dichas operaciones de terceros". Cfr. también DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 381.

³⁴⁴ Art. 6 RD 505/1987, modificado por el RD 1009/1991, de 21 de junio.

Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2669, nota 15.

globales abiertas en la Central a nombre de terceros ³⁴⁵.

• *Entidades Gestoras con capacidad restringida* son las que sólo pueden actuar con sus clientes como comisionistas, "buscando contrapartidas en el mercado, sin que puedan, por consiguiente, dar lugar a anotación alguna en las cuentas a nombre propio" ³⁴⁶.

Podrán adquirir la condición de Entidad Gestora el propio Banco de España ³⁴⁷ -además de ser gestor de la Central de Anotaciones- y determinadas entidades cuando cumplan los requisitos establecidos al efecto ³⁴⁸. Esas entidades son ³⁴⁹: las Sociedades de Valores y Agencias de Valores;

³⁴⁵ Art. 56.4 LMV.

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

³⁴⁶ Arts. 56.3 LMV y 8.3 modificado RD 505/1987.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, págs. 282-283; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 16.

³⁴⁷ Art. 8 modificado RD 505/1987.

³⁴⁸ Art. 2.2 modificado RD 505/1987.

³⁴⁹ Arts. 6.2.a) modificado RD 505/1987 y 58.2 LMV.

las Entidades Oficiales de Crédito, los Bancos, las Cajas de Ahorro, la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros; las Cooperativas de Crédito; y las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero ³⁵⁰. Todas ellas - excepto las Agencias de Valores- podrán desempeñar el papel de Entidades Gestoras con capacidad plena. Las Agencias de Valores, al no poder ser titulares por cuenta propia de cuentas en la Central de Anotaciones ³⁵¹, sólo podrán actuar como Entidades Gestoras de capacidad limitada; para adquirir Deuda Pública por cuenta propia tendrán que acudir a otra Entidad Gestora que tenga capacidad plena ³⁵².

³⁵⁰ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, nota 7, págs. 33 y 34; vid. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2670 y la enumeración contenida en nota 17, en lo que se refiere a entidades capacitadas para actuar como Entidad Gestora; vid. BARRO, F., "Modificaciones en el sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 667; BISBAL MÉNDEZ, J. y LLEBOT MAJÓ, J. O., "Entidad de crédito", en *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, *cit.*, pág. 2822.

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

³⁵¹ Art. 71.2 LMV.

³⁵² Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 16, quien remite sobre esta materia a los arts. 6.2.c) modificado RD 505/1987, 56 y 58 LMV; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 283.

Las Entidades Gestoras con capacidad plena llevarán en su registro de detalle separadamente los saldos de los valores de los que sean ellas titulares y los saldos de los valores pertenecientes a sus clientes. En los saldos de sus clientes efectuarán los desgloses que sean necesarios para individualizar los valores que se encuentren en situaciones especiales y para facilitar las actividades de control e información estadística habituales en el Mercado ³⁵³. El Ministerio de Economía y Hacienda tiene la competencia para determinar qué registros deben llevar las Entidades Gestoras e igualmente establecerá cuál será su contenido, los requisitos formales para las altas y bajas en dichos registros -motivados por emisión, amortización, mercado secundario o traspaso de saldos- y las comunicaciones de información que periódicamente deben realizar a la Central ³⁵⁴. Uno de estos registros ³⁵⁵ es el Registro Oficial por cuenta de terceros, de cuyos saldos cada Entidad Gestora deberá efectuar diariamente los desgloses

³⁵³ Art. 6.5 modificado RD 505/1987.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 283.

³⁵⁴ Art. 12.6 RD 505/1987.

³⁵⁵ Contemplado en la OM de 7 de julio de 1989.

correspondientes ³⁵⁶. Observa el art. 6.4.2° RD 505/1987 que las anotaciones que, con los requisitos formales y procedimentales establecidos, lleven a cabo las Entidades Gestoras en relación con los saldos de valores de sus comitentes comunicados a la Central de Anotaciones y asentados por ésta tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidas por la Central ³⁵⁷.

Las Entidades Gestoras deben contribuir para que siempre se dé una continua y exacta correspondencia entre los saldos de las cuentas de terceros que ellas mantienen en la Central y la suma de los saldos de valores que esos terceros - sus clientes- mantienen inscritos en los registros que lleva cada una de ellas ³⁵⁸. Por cuanto a esta labor de control sobre los valores de Deuda Pública se refiere, las Entidades Gestoras actúan como delegadas del Tesoro. En esa misma condición y también con carácter obligatorio, realizarán los desgloses que sean precisos para individualizar determinados saldos; cumplirán las obligaciones propias del régimen fiscal aplicable a cada emisión

³⁵⁶ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 283.

³⁵⁷ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 284.

³⁵⁸ Art. 6.4 RD 505/1987.

de Deuda y contribuirán con la Administración tributaria facilitándole información por medio de resúmenes anuales de retenciones y relaciones nominativas de sus comitentes perceptores de intereses, ajustadas a los modelos que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda ³⁵⁹.

Las Entidades Gestoras, además de llevar el registro de valores de Deuda del Estado anotada, actuarán como comisionistas de quienes no puedan ser titulares directos de cuentas en la Central ³⁶⁰ y les gestionarán la adquisición, mantenimiento y transmisión de los valores; además harán seguir a los titulares las liquidaciones de intereses y amortizaciones que les correspondan; igualmente, gestionarán la negociación en el mercado secundario y los procesos de compensación y liquidación, formalizando los cambios de titularidad que éstos originen ³⁶¹.

³⁵⁹ El art. 11 RD 505/1987 detalla algunos aspectos del régimen fiscal de estos valores y las obligaciones de información que pesan sobre las Entidades Gestoras. Sobre esta cuestión cfr ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 284.

³⁶⁰ Art. 6.3 RD 505/1987.

³⁶¹ Art. 11 RD 505/1987.

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

Corresponderá a las Entidades Gestoras, en cuanto que encargadas de la llevanza del registro, la expedición de resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta a nombre del titular de los derechos. Los resguardos se codificarán para que pueda garantizarse su correspondencia con los registros de la Entidad y con la información comunicada a la Central ³⁶². El art. 4 de la OM de 7 de julio de 1987 añade a esto que las Entidades remitirán periódicamente a cada titular, en sustitución de los referidos resguardos, un "extracto de movimientos para información al cliente" ³⁶³.

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

3.1. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD CIVIL OBJETIVA.

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

Los arts. 7.6 LMV y 27 RD 116/1992 configuran un régimen de *responsabilidad civil objetiva*

³⁶² Art. 6.6 RD 505/1987.

³⁶³ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 285.

relativo a la actividad de las Entidades encargadas de los registros ³⁶⁴. Estos artículos hacen una enumeración *numerus apertus* de los supuestos de hecho que harán surgir esta responsabilidad y así se refieren a "la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general," a "la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros" ³⁶⁵. Otros supuestos de responsabilidad, como el extravío, robo o destrucción de los valores, no tienen cabida en el

³⁶⁴ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 173, nota 46. Vid. también SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3566.

³⁶⁵ Con esta referencia genérica a "las reglas establecidas para la llevanza de los registros" el art. 27 deja abierta la enumeración de los supuestos que generan responsabilidad de las Entidades encargadas. Llevar a término esa enumeración sería casi interminable, pues se puede decir que los supuestos son tantos cuantas actividades y obligaciones tienen estas Entidades, máxime cuando gran parte de su actividad la realizan como comisionistas.

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

sistema de anotaciones en cuenta, dada la naturaleza de éstos. En todo caso, podría constituir responsabilidad de la Entidad encargada el extravío, robo o destrucción del propio registro contable, lo cual puede ser ocasión de perjuicios, aunque quepa la reconstrucción del registro ³⁶⁶.

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

Dada la configuración objetiva del régimen la Entidad incumplidora responderá del perjuicio causado en todo caso, "salvo culpa exclusiva del perjudicado", que habrá de ser probada en el

³⁶⁶ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 277.

supuesto de que concurra ³⁶⁷. Este rigor viene justificado por la importancia de las facultades y atribuciones conferidas a estas entidades que constituyen una pieza clave en el sistema de anotaciones en cuenta ³⁶⁸. El llamado riesgo de empresa o riesgo profesional es una causa más que justifica esta exigencia en la responsabilidad de las Entidades encargadas, que habrán de aceptar cargar ellas -en vez de sus clientes- con las consecuencias perjudiciales de la actividad que es fuente de su lucro. Consiguientemente la responsabilidad se desprenderá del dolo, de la mera culpa e incluso del caso fortuito. Es decir, la Entidad encargada responde por su malicia o negligencia y también cuando el daño se cause por defectos de organización o funcionamiento del servicio, aunque el origen de éstos no sea debido a una actitud dolosa o culposa de la Entidad -subsiste el nexo de causalidad, pero no el elemento psicológico-. Ahora bien, cuando el perjuicio tenga su origen en un caso de fuerza mayor habrá ausencia de vínculo -tanto subjetivo, como causal- entre el

³⁶⁷ Arts. 7.6 LMV y 27.1 RD 116/1992.

³⁶⁸ DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 385) habla del "papel cuasi-institucional que estas entidades juegan en la organización y funcionamiento de los mercados oficiales y no oficiales de valores".

actuar de la Entidad encargada y el hecho perjudicial, por lo que no procederá la atribución de responsabilidad a dicha Entidad, ya que tal atribución sería difícilmente explicable ³⁶⁹.

El SCLV deberá facilitar a los perjudicados la información de que disponga en relación con las actuaciones de las Entidades adheridas que hayan originado los posibles perjuicios ³⁷⁰.

3.1.2. INDEMNIZACIÓN.

³⁶⁹ En este sentido, SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", cit., pág. 33 y nota 56) hace referencia entre sus argumentaciones al régimen de responsabilidad objetiva establecido por la Ley de uso y circulación de vehículos de motor -texto refundido reformado por el RD 1301/1986 de 28 de junio-, cuyo art. 1 pone como límite de la responsabilidad "la fuerza mayor extraña a la conducción o al funcionamiento del vehículo".

Mantiene una opinión contraria DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 386), quien piensa que las Entidades encargadas responden también por fuerza mayor y contempla entre los supuestos de hecho que podrían generar esa responsabilidad los cortes de fluido eléctrico, el colapso en las líneas telefónicas, la entrada de un virus informático en el registro... En nuestra opinión, estos hechos podrían ser, a lo sumo, objeto de responsabilidad por una actuación negligente de la Entidad, pues muchas veces se pueden evitar sus consecuencias con adecuadas medidas preventivas; pero, en aquellos casos en que su origen se encuentre exclusivamente en la fuerza mayor, la total desvinculación entre los hechos y la Entidad la exoneran de responsabilidad.

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

³⁷⁰ Art. 27.3 RD 116/1992.

La indemnización que le corresponda efectuar a la Entidad encargada, en la medida de lo posible, se hará efectiva en especie si el perjuicio consistió en la privación de valores ³⁷¹. La exigencia de que la indemnización sea en especie cobra pleno sentido cuando se trate de valores cuya adquisición sería difícil para el inversor medio o pequeño, mientras que para la Entidad encargada, especializada en operar en el mercado, su obtención resulta mucho más fácil ³⁷². La indemnización también podrá ser en dinero cuando el perjuicio causado no consista en la privación de valores o cuando, aunque así haya sido, la dificultad de adquisición a la que hacíamos referencia sea insalvable -por eso los artículos que comentamos, al referirse a la indemnización en especie, dicen que tendrá lugar "en la medida de lo posible" o

³⁷¹ Arts. 7.6 LMV y 27.4 RD 116/1992.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 276.

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

³⁷² Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 386; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 34.

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

cuando "ello sea razonablemente posible"³⁷³-. También tendrá lugar la indemnización en dinero cuando el titular que se vió privado de los valores juzgue que el perjuicio causado no se satisface tan sólo con la restitución de éstos. En ese caso se darán de modo acumulado la indemnización en especie y la pecuniaria³⁷⁴.

3.2. SOMETIMIENTO DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS A UN RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA.

Las Entidades encargadas se encuentran también sometidas al régimen de responsabilidad administrativa, o de cualquier otro orden, que resulte procedente³⁷⁵. Son de aplicación en este punto, especialmente, las normas previstas en el título VIII de la LMV, que establecen un régimen

³⁷³ Pues, de otro modo, estas expresiones vendrían a significar que, en caso contrario, no habrá lugar a indemnización.

³⁷⁴ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 34; DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 386) hace referencia a la imposibilidad de ejercicio de los derechos políticos, como un perjuicio grave que podría causar la privación temporal de los valores, cuando está en juego el control de una determinada sociedad.

³⁷⁵ Art. 27.5 RD 116/1992.

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

general de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV ³⁷⁶.

³⁷⁶ DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 386) hace referencia al art. 99.f) LMV, que incluye entre las infracciones muy graves la llevanza de los registros contables con retraso, inexactitud u otra irregularidad sustancial.

Vid. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, *cit.*, pág. 1144.

CAPÍTULO IV

CONCEPTO DE VALOR ANOTADO EN CUENTA.

1. Ausencia de una definición de “valor” en el texto de la LMV. 2. Concepto de “valor”. El concepto amplio de “valor mobiliario”; la identidad conceptual existente entre las expresiones “valor mobiliario” y “valor negociable”. 3. Concepto de “valor negociable” -o “valor mobiliario”-. 3.1. La doble técnica seguida por el RD 291/1992 para la delimitación del concepto de valor negociable. 3.2. Acogida de los valores atípicos dentro del concepto amplio de valor negociable manejado por el RD 291/1992. 3.3. Caracteres definatorios de los valores negociables. 3.3.1. *Contenido patrimonial del derecho que el valor representa.* 3.3.2. *Agrupación en emisiones -EM LMV, número segundo; arts. 2 LMV y 4 RD 291/1992-. 3.3.3. Negociabilidad -EM LMV, número segundo; art. 2 LMV-. 3.3.4. Unidad en la forma de representación.* 4. **Concepto de “valor anotado en cuenta”. 4.1. La anotación en cuenta como forma de representación de los valores negociables. 4.2. Caracteres específicos de los valores anotados en cuenta. 4.2.1. *Carácter esencialmente nominativo.* 4.2.2. *Irreversibilidad de la forma de representación.* 4.2.3. *Reserva de denominación.* 4.2.4. *Fungibilidad.* 4.3. Definición propuesta de “valor anotado en cuenta”.**

CAPÍTULO IV

CONCEPTO DE VALOR ANOTADO EN CUENTA.

1. AUSENCIA DE UNA DEFINICIÓN DE "VALOR" EN EL TEXTO DE LA LMV.

Al igual que sucede con los títulos-valores, que no cuentan con una definición legal en nuestro ordenamiento ³⁷⁷, existe un silencio normativo por lo que se refiere al concepto de los valores anotados en cuenta.

Es más, tampoco encontramos por separado una definición de valor ³⁷⁸ y otra de anotación en cuenta. En la EM de la LMV se dice que "la Ley reposa sobre el concepto de «valores» o, para mayor precisión, de «valores negociables»" y, sin embargo, paradójicamente, la LMV se exime de definir éste, que acaba de declarar que es su fundamento, aduciendo que se trata de un "concepto difícil de definir de forma escueta en el

³⁷⁷ Si bien es éste un defecto del que adolecen todos los ordenamientos menos el suizo, que contiene una definición de título-valor en el art. 965 OR (cfr. EIZAGUIRRE, J. M. DE, "La opción por el concepto amplio de título-valor", en *RDBB*, 1995, n° 57, pág. 9, nota 1).

³⁷⁸ Aunque, como veremos, después de la promulgación de la LMV, el RD 291/1992, en su art. 2, se enfrenta a la delimitación conceptual de los valores negociables.

articulado de un texto legal" ³⁷⁹. El concepto de valores que la LMV maneja -sin llegar a definirlo- es un *concepto amplio*, que da cabida tanto a los valores incorporados a títulos, como a los representados por medio de anotaciones en cuenta ³⁸⁰; igualmente, este concepto incluye dentro de sí no sólo instrumentos como las acciones, las obligaciones y los valores de Deuda pública, sino también "las letras de cambio, los pagarés o cualquier otro que reúna las restantes características contempladas en la Ley ³⁸¹" ³⁸².

La LMV sí que se detiene en puntualizar cuáles son los caracteres que permiten delimitar los valores a los que se refiere la Ley ³⁸³. Estos caracteres son dos: "su *negociabilidad* y su *agrupación en emisiones*" ³⁸⁴. Pero, al igual que

³⁷⁹ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 91; MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 90.

³⁸⁰ Cfr. MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la financiación...", *cit.*, pág. 705 y "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 90.

³⁸¹ Vgr. letras emitidas en masa.

³⁸² EM LMV, número segundo.

³⁸³ Es decir los "valores negociables", pues de las palabras de la LMV puede deducirse que existen dos categorías de valores: los *negociables* y los *no negociables* (cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 90).

³⁸⁴ EM LMV, número segundo; art. 2 LMV.

sucede con el concepto de valor, la LMV elude la definición de estas notas características ³⁸⁵.

Por tanto, la LMV deja tan sólo apuntados unos trazos acerca de lo que son los valores negociables y las características que los identifican y queda encomendada a la doctrina y a los ulteriores desarrollos reglamentarios de la Ley la labor de definición de estas realidades ³⁸⁶.

2. CONCEPTO DE "VALOR". EL CONCEPTO *AMPLIO* DE "VALOR MOBILIARIO"; LA *IDENTIDAD CONCEPTUAL*

Cfr. MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la financiación...", *cit.*, pág. 705 y "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 91.

³⁸⁵ Afirma la EM LMV, número segundo, que se trata de "dos características que la Ley no ha intentado precisar, pues se trata de temas de imposible concreción sin un casuismo que resultaría impropio de una disposición de rango legal".

Vid. MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la financiación...", *cit.*, pág. 705 y "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 90.

³⁸⁶ "Se limita la LMV a ofrecer en su exposición de motivos las claves o coordenadas de la realidad económica subyacente a la que se desea hacer referencia con el término «valores»" (cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 90).

Además "el término «valor» se emplea por la LMV - siguiendo la terminología usual del tráfico- de forma no siempre precisa, pues habla, por ejemplo, de Bolsa de Valores, cuando en este mercado no se negocian todos los valores, sino sólo una parte de ellos (V. art. 46 de la LMV)" (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Comentario del R.D. 291/1992*, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, Madrid, 1995, (en prensa), pág. 7).

EXISTENTE ENTRE LAS EXPRESIONES "VALOR MOBILIARIO" Y "VALOR NEGOCIABLE".

La crisis de los títulos-valores fue un proceso que, en un principio, afectó tan sólo a los aspectos funcionales de los valores ³⁸⁷, pero la solución alternativa a los títulos, surgida como consecuencia de esa crisis, sí que afectó a la concepción de los valores ³⁸⁸. La representación de los valores por medio de anotaciones supone una ruptura con la concepción que la doctrina tenía de ellos hasta aquel momento, pues "en lugar de títulos-valores se van a crear valores sin título" ³⁸⁹. La construcción del concepto de valor anotado

³⁸⁷ Vid. *supra* Capítulo Preliminar, Epígrafe 2..

³⁸⁸ Acerca de cómo la desmaterialización afecta a la concepción de los valores en Alemania, Francia e Italia, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, págs. 13 y ss..

ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS comenta que el concepto de valores introducido por la LMV supone una ruptura con los títulos-valores y observa que "dicha ruptura se produce como resultado del proceso de desmaterialización de los valores que se está produciendo en países de la Europa comunitaria (Italia, Francia)" (cfr. "La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España", en *RDBB*, 1990, n° 37, pág. 132).

³⁸⁹ Cfr. GARRIGUES, J., *El Decreto de 25 de abril de 1974...*, *cit.*, pág. 21; SÁNCHEZ CALERO, F., "La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 198; SANTOS MARTÍNEZ se hace eco de esta expresión y, hablando de la actitud favorable de la legislación española ante las anotaciones en cuenta, comenta: "La posibilidad de los valores sin título adquiere así (...) un reconocimiento general" y, un poco más abajo, "...la propia Ley toma partido a favor de los valores sin título frente a los tradicionales

en cuenta ha de tomar como punto de partida el hecho histórico de la crisis de los títulos-valores y la desincorporación de los derechos y ha de entenderse como la unión del nuevo concepto de los valores mobiliarios -o valores negociables- y el concepto de anotación en cuenta, en cuanto forma de representación de esos valores.

En una primera aproximación, podemos preguntarnos acerca de los valores en sí mismos considerados -en su acepción más básica y, por tanto, más amplia-. Es decir, a qué realidad se refiere la expresión "valor", independientemente de que éstos se encuentren o no incorporados a un título, o de que sean calificados o no como valores negociables o mobiliarios. En este sentido, los valores pueden ser conceptuados como una mercancía³⁹⁰, o como un producto³⁹¹, o -con más precisión-

títulos-valores" (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 25).

Contra BERCOVITZ, quien, en su propuesta de una nueva noción de título-valor, mantiene el título-valor como única categoría general, dentro de la que se incluyen "los títulos-valores cartulares, que se documentan en papel y responden a la noción tradicional, y los títulos-valores informatizados" (vid. "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 90).

³⁹⁰ Así se manifiesta SÁNCHEZ DE ANDRÉS (en "La reforma del Mercado de Valores español...", *cit.*, págs. 12-13), quien, haciendo uso de un término tan propicio para el ámbito del Derecho mercantil, concibe los valores como "una suerte especial de mercancías"; vid. también ALONSO ESPINOSA, F. J., "Las excepciones al ámbito de aplicación del RD 291/1992, sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables", en *DN*, 1993, n° 32, pág. 1.

como *productos financieros* ³⁹². Para referirnos, por tanto, a esta acepción básica de los valores, podemos decir que los valores son *derechos* ³⁹³. Y a esta realidad podemos entender que se encuentran referidas las notas características que establece la LMV para delimitar los valores que son objeto de su ámbito, los valores negociables ³⁹⁴, y para distinguirlos de los valores no negociables ³⁹⁵.

³⁹¹ Vid. MADRID PARRA (en "La transmisión de valores", cit., pág. 91).

³⁹² ARROYO MARTÍNEZ, al prologar la entonces recién promulgada LMV y manifestando preocupación por la distorsión conceptual que la Ley podía provocar en el ámbito mercantil, decía "dejemos, pues, tranquilos a los valores y a los títulos-valores y llamenos simplemente *productos financieros* a esos valores que interesan a la ley del mercado de valores" (cfr. "Prólogo", *Ley del Mercado de Valores*, Tecnos, Madrid, 1988, pág. 16).

³⁹³ "Derechos que el titular ostenta frente a la entidad emisora y que pueden quedar centrados en torno a *pretensiones pecuniarias* -como es el caso de las obligaciones, bonos o valores afines- o tener un alcance más complejo -como ocurre con las acciones, que suponen la condición de socio de la sociedad emisora-" (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 21).

BERCOVITZ habla también de la sencillez y amplitud del término valor, si bien lo hace criticando la expresión derecho-valor, a su juicio "poco clarificadora, por cuanto parece que, en principio, *todo derecho tiene un valor*" -el subrayado es nuestro- (cfr. "El Derecho del mercado de capitales", cit., pág. 86).

³⁹⁴ Sin que ello llegue a influir en el concepto de valor negociable que estamos analizando, conviene, sin embargo, observar que el ámbito de la LMV va a ser ampliado más allá del actual, que comprende tan sólo "los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones" -art. 2 LMV-. En efecto, el proyecto de adaptación de la LMV a la Directiva de Servicios de Inversión de 10 de mayo de 1993 -que, con fecha de 8 de febrero de 1995, ha sacado a la luz la Dirección General del Tesoro y Política Financiera- da una nueva redacción al art. 2 de la referida Ley, de modo que el ámbito

El actual concepto de valor, manejado por la LMV, difiere de la "noción tradicional y corriente de los valores mobiliarios como títulos emitidos en serie o en masa, que representan una parte o fracción de un negocio jurídico (empréstito, creación de una sociedad anónima o ampliación de su capital, etc.) y que otorgan a su poseedor los derechos y poderes que la ley y el negocio de la emisión le reconocen"³⁹⁶. El término valores mobiliarios y su contenido proceden de la expresión francesa *valeurs mobilières* y del concepto anglosajón *security*³⁹⁷. El Código de comercio de

de ésta se amplía a todos los *instrumentos financieros* susceptibles de negociarse en los mercados de valores.

Sobre este particular, el art. 63.4 reformado LMV detalla que "la noción de «instrumento financiero» comprende, además de los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario, los instrumentos financieros a plazo, incluidos los futuros, los contratos a plazo sobre tipos de interés, los contratos de permuta sobre tipos de interés, sobre divisas o los ligados a acciones o a un índice sobre acciones y las opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos anteriores" (cfr. ZUNZUNEGUI, F., "Adaptación de la Ley del Mercado de Valores...", *cit.*, págs. 1-2). Acerca del concepto "instrumentos financieros" -que podemos manejar como un sinónimo del término *producto financiero*, al que nos acabamos de referir- comenta ZUNZUNEGUI que se trata de "*derechos patrimoniales transmisibles en el mercado financiero*" (*op. cit.*, pág. 2).

³⁹⁵ "Se entiende que existen dos clases de valores: *negociables* y *no negociables*. El legislador basa la regulación contenida en la LMV sobre el concepto de «valores negociables»" (cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 90).

³⁹⁶ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 91.

³⁹⁷ SÁNCHEZ CALERO comenta que "tradicionalmente se venía utilizando dentro de nuestro ordenamiento, *sin duda por*

influencia del francés, la expresión «valores mobiliarios» para referirse a los valores emitidos en serie o en masa que eran objeto de negociación en los mercados de valores" (cfr. "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", cit., págs. 18-19).

Vid. también ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., "La actividad de gestión de valores mobiliarios...", cit., págs. 116-117, donde se comenta la recepción de este concepto en el Derecho italiano, primero en la Ley de 7 de marzo de 1938, n. 141, arts. 2 y 45 y, más tarde, en la Ley de 7 de junio de 1974, n. 216, en cuyo art. 18 bis se recoge la siguiente definición de valor mobiliario: "cualquier documento o certificado que directa o indirectamente represente derechos en sociedades, asociaciones, empresas o entes de cualquier tipo, italianos o extranjeros, comprendidos los fondos de inversión italianos o extranjeros; cualquier documento o certificado representativo de derechos relativos a bienes materiales o propiedad inmobiliaria, además de cualquier documento o certificado idóneo a conferir derechos de adquisición de uno de los valores arriba indicados, comprendiéndose también los títulos emitidos por los entes de gestión fiduciaria" (op. cit., pág. 117).

Pero el antecedente de este concepto se encuentra en la definición de security -o, si se quiere, investment security-, contenida en la Section 2 (1) de la Securities Act de 1933 -que, en esencia, es muy similar a la referida en otros textos legales, como la Securities Exchange Act de 1934, sec. 3 (a) 10 -salvando algunas diferencias, apuntadas por Loss (en *Fundamentals of securities regulation*, 2ª ed., Boston-Toronto, 1988, págs. 165-166, nota 1)-, o la Investment Company Act de 1940, sec. 2 (a) 36-, y cuyo tenor literal es el siguiente: "The term «security» means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, votingtrust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly know as a «security», or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to purchase, any of foregoing" (vid. Loss, L., *Fundamentals of securities...*, cit., pág. 165; SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", cit., págs. 9-10; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos", en *RCDI*, 1991, n° 605, pág. 1848).

1885, en su art. 67 ³⁹⁸, al delimitar cual sería la "materia de contrato en Bolsa", hacía referencia, en su número 1º, a "los valores y efectos públicos" y, en su número 2º, a "los valores industriales y mercantiles emitidos por particulares o por Sociedades o Empresas legalmente constituidas" y exigía de ellos que su *negociación* estuviese autorizada en las Bolsas de creación privada o estuviesen declarados *negociables* en las Bolsas de creación pública ³⁹⁹. Por su parte, la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro, en su art. 46, distingue los *valores mobiliarios* de los efectos de comercio atribuyendo a los primeros como característica diferenciadora el estar *emitidos en masa* -mientras que los segundos se emiten individualmente-. Esta expresión -"valores mobiliarios"- ha sido recogida por la vigente LSA ⁴⁰⁰.

³⁹⁸ Derogado por la DD de la LMV.

³⁹⁹ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, quien, al tiempo que comenta la desafortunada redacción de este precepto, observa que "hablar de valores negociables no parece un invento de la LMV" (en "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 19).

⁴⁰⁰ Que en su art. 51 observa que las acciones tienen la condición de *valores mobiliarios*.

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 20.

Pero el concepto tradicional de valor mobiliario no es compatible con el concepto de valor manejado por la LMV -valor negociable-, ya que con el régimen establecido por la LMV los valores no siempre se encuentran unidos a un título ⁴⁰¹. Además el concepto tradicional de valor mobiliario es más restringido que el de valor negociable, pues mientras que de éstos se dice que basta con que se encuentren agrupados en *emisiones* y que cuenten con una cierta *homogeneidad* ⁴⁰², de aquellos se exige que estén integrados en una *única serie* y que todos tengan *absoluta identidad* ⁴⁰³. Esta situación fuerza a pensar que o bien los valores mobiliarios son una realidad distinta de los valores negociables, o bien el concepto de valor mobiliario ha evolucionado y es un término sinónimo de valor negociable, que ya no responde a la acepción que tradicionalmente se le atribuía. La solución más acertada parece ser la segunda. Si no fuese así, la expresión valor mobiliario estaría haciendo referencia a una realidad desfasada, pues

⁴⁰¹ El art. 5.1 LMV, al afirmar que "los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos", establece la doble modalidad de representación que es posible conforme al nuevo régimen establecido.

⁴⁰² Art. 2 LMV.

⁴⁰³ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 20.

la concepción de los valores como instrumentos de idénticas características, agrupados en una única serie, hoy día ya se ha superado ⁴⁰⁴. Además, si ambos términos no fuesen equivalentes se crearía una discordancia cuando, por un lado, la LSA califica las acciones como valores mobiliarios ⁴⁰⁵ y, por otro lado, el RD 291/1992, expresamente ⁴⁰⁶, y la LMV, tácitamente, las califican como valores negociables ⁴⁰⁷.

Los valores mobiliarios dejan de ser una subespecie de los títulos-valores ⁴⁰⁸, dejan de

⁴⁰⁴ Así SÁNCHEZ CALERO, quien remite al trabajo en prensa de GARCÍA-PITA "Los títulos-valores en general", (cfr. "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", cit., pág. 20). A este respecto, comenta el Autor que citamos cómo la acepción tradicional de valor mobiliario se quedó estrecha "para describir los valores negociables en Bolsa (como se había demostrado con el «mercado de letras» organizado por las Bolsas españolas en los años 70 y 80, o en los de «pagarés de empresa»" (op. cit., pág. 21).

⁴⁰⁵ Art. 51 LSA.

⁴⁰⁶ Art. 2.1.a) RD 291/1992.

⁴⁰⁷ Vid. URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho mercantil*, 16ª ed., Madrid, 1989, pág. 239; LOJENDIO OSBORNE, I., "La acción. Documentación y transmisión", en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Derecho mercantil*, Tomo I, cit., pág. 233; ALONSO ESPINOSA, F. J., "Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones", en *RDEB*, 1992, nº 45, págs. 37-38; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., págs. 150-151.

Con relación a la naturaleza jurídica de las acciones, conviene tener presente, sin embargo, como observa URÍA (en *Derecho mercantil*, 16ª ed., cit., pág. 242), que cuando no estén representadas ni por medio de títulos, ni por medio de anotaciones en cuenta, no tendrán carácter de valores mobiliarios.

⁴⁰⁸ Los valores mobiliarios, hasta el momento eran una categoría comprendida dentro de los títulos-valores;

estar comprendidos de forma exclusiva dentro del ámbito de los títulos-valores y se convierten en una realidad que podrá adoptar tanto la forma de título como la de anotación en cuenta ⁴⁰⁹. Queda *eliminada la exigencia de la incorporación del derecho al título como rasgo esencial de los valores mobiliarios* ⁴¹⁰. El concepto valor mobiliario es conducido hacia un ámbito más amplio

pues, en efecto, si se dividen los títulos nominativos directos adoptando como criterio clasificador la forma de emisión del título, la doctrina entiende que los valores mobiliarios son aquellos títulos que se emiten en serie o en masa, mientras efectos de comercio serán los emitidos individualmente.

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 17ª ed., Tomo II, *cit.*, pág. 10; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho mercantil*, 9ª ed., Madrid, 1991, pág. 596.

⁴⁰⁹ Cfr. MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la financiación...", *cit.*, pág. 705 y "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 90.

⁴¹⁰ En el concepto de valor mobiliario, que recoge para el Derecho italiano el art. 18 bis Ley n. 216 de 1974, se hace referencia repetidas veces al "documento o certificado" del derecho. Pero la doctrina italiana interpreta el requisito del *documento o certificado* del derecho, más que en sentido técnico, en un sentido amplio, pues de otro modo se quedarían fuera de la norma varias clases de valores. Se entiende que la exigencia del documento o certificado es un elemento natural de los valores, más que un elemento esencial de éstos (vid. LIBONATI, B., "Commento all'art. 12 della legge n. 77/1983", en *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, págs. 507 y ss.; VISENTINI, G., "I valori mobiliari", en RESCIGNO, P. (dir.), *Trattato di diritto privato*, Vol. XVI, Torino, 1985, pág. 709) y se resuelve hablando de *formas de documentación electrónica* de los valores (vid. STALLONE, F., "La forma dell'atto giuridico elettronico", en *Contrato e impresa*, 1990, nº 2, págs. 756 y ss.).

En el Derecho español no es necesario acudir a esas interpretaciones extensivas del término documento, pues se reconoce la posibilidad de que existan valores *no documentados*.

en el que caben también aquellos valores para cuya representación no es necesaria, como elemento esencial la documentación o certificación del derecho: los valores anotados en cuenta.

En cuanto al calificativo "negociables", que la LMV, inspirándose en la terminología anglosajona⁴¹¹, atribuye a los valores de los que se ocupa, puede entenderse que es una cualidad que también se expresa con el término "mobiliarios", pues con éste igualmente quiere hacerse referencia a la *transferibilidad* de los valores -a su *negociabilidad*, en definitiva-, por lo que en ello encontramos un motivo más para hablar de la equivalencia de las expresiones valor mobiliario y valor negociable⁴¹². La LMV podría haber hecho uso

⁴¹¹ Vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 246.

⁴¹² Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 95 y "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", cit., págs. 21-22; EIZAGUIRRE, J. M. DE, "El régimen de las acciones: documentación y transmisión", en *Jornadas sobre el nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, pág. 74.

Contra ALONSO ESPINOSA, F. J., "Intereses del inversor y Derecho del Mercado de Valores", en *RDM*, 1993, n° 208, págs. 434-435.

SANTOS MARTÍNEZ parece admitir que ambas expresiones hacen referencia a un mismo concepto, aunque, al mismo tiempo, concede una diferencia de matiz entre una y otra, pues entiende que "no hay que olvidar, empero, que una ley -la LMV- se ocupa de los mercados, mientras que la otra -la LSA-, preferentemente de las posiciones jurídicas de socio o de obligacionista" (cfr. "Valores informatizados", cit., pág. 21; vid. también *op. cit.*, pág. 24).

de la expresión "valor mobiliario" -en el sentido amplio que esta expresión actualmente tiene- y haber prescindido de introducir el término "valor negociable". En cualquier caso, ya que la Ley no ha procedido de este modo, lo que hemos de concluir es que ambos nombres se refieren al mismo concepto.

La introducción por la LMV del término "valores negociables" ha venido acompañada de la expresión admisión a "negociación" en Bolsa o en los mercados secundarios ⁴¹³. Esto supone un empobrecimiento con relación a la expresión "admisión a cotización" ya que "la función tradicional característica de las Bolsas, no ha estado simplemente en la negociabilidad de los valores en ella contratados, sino en el dato importante de exigir el hacer públicos los precios

Critica SÁNCHEZ CALERO que la LMV no haya acogido este nuevo concepto amplio de valor mobiliario y haya acudido al término valor negociable (cfr. "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 23; *vid.*, del mismo Autor, "Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores...", *cit.*, págs. 219 y ss.), que nos distancia de la terminología que es utilizada en el Derecho comparado -*valeurs mobilières*, en Francia; *valori mobiliari*, en Italia; *valores mobiliarios*, en Portugal-. Critica que en las traducciones de recientes Directivas de la Unión Europea se haga uso del término "valores negociables" -*vid.* directivas 89/298, 89/592, 93/22-, cuando en otras anteriores se había traducido con acudiendo al término "valores mobiliarios" -79/279, 80/390, 85/611- (*vid.* "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, págs. 22-23).

⁴¹³ *Vid.* arts. 32 y ss. LMV y 29 y ss. RD 116/1992.

de tales negociaciones, de manera que pudiera conocerse en todo momento su «cotización»⁴¹⁴.

3. CONCEPTO DE “VALOR NEGOCIABLE” -O “VALOR MOBILIARIO”-.

3.1. LA DOBLE TÉCNICA SEGUIDA POR EL RD 291/1992 PARA LA DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DE VALOR NEGOCIABLE.

El concepto de valor negociable aportado por el art. 2 RD 291/1992⁴¹⁵ se caracteriza por haber

⁴¹⁴ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., “Comentario al art. 2 del RD 291/1992”, *cit.*, págs. 24-25. Hace referencia este Autor al RD de 10 de septiembre de 1831, por el que se crea la Bolsa de Madrid, en el que ya se comenta la importancia del precio de cotización; también remite este Autor a las Directivas de la Unión Europea 79/272, 80/390, 82/121, 82/148 y 87/345, en las que se habla de “admisión de valores mobiliarios a cotización” (*op. cit.*, pág. 25).

Vid. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., “Cotización (de valores)”, en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, *cit.*, págs. 1747 y ss..

⁴¹⁵ El texto de dicho artículo es el siguiente: “1. A los efectos del presente Real Decreto tendrán la consideración de valores negociables:

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

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

recurrido a una doble técnica de delimitación. En su Exposición de Motivos el RD 291/1992 manifiesta que para este fin se ha servido de "la técnica de la enumeración, positiva y negativa, que se complementa con una cláusula de cierre que califica como valor negociable *«todo derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé,*

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

d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

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

f) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.

2. No se considerarán valores negociables:

a) Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.

b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.

c) Las aportaciones al capital de sociedades cooperativas de cualquier clase.

d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.

e) Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros".

anotación en cuenta- ⁴¹⁸, la *negociabilidad* y la *agrupación en emisiones* ⁴¹⁹. Sin embargo, el art. 2 RD 291/1992 presta bien poca atención a la descripción de las características que la LMV señaló y dedica la cláusula general a referirse de forma inconcreta al *contenido -patrimonial-* de los valores, a la *denominación* que reciban y a la forma de su tráfico ⁴²⁰; a esto se añade la doble lista de valores -con la que, por la vía del ejemplo, se intentan llenar las referencias al "contenido" de los valores y su "denominación"-: una lista abierta de valores que sí tienen la condición de negociables y otra lista de valores no negociables -que se procura completar con el contenido del propio RD, y especialmente con los arts. 6 y 7- ⁴²¹.

⁴¹⁸ Hablando de esta cuestión es cuando la LMV afirma que "se abandona (...) la *relación biunívoca* dominante hasta hoy entre el mercado de valores y los «títulos-valores»" y que se produce "la *disociación del concepto de valores negociables de una determinada fórmula de instrumentación jurídica*".

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 198; EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración...", *cit.*, págs. 78 y ss.; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 989; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 267 y 277; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2662.

⁴¹⁹ Vid. EM LMV, número segundo.

⁴²⁰ Aspecto, este último, que podría haber dado ocasión de definir la *negociabilidad* de la que habla la LMV.

⁴²¹ "La enumeración negativa de los que no pueden considerarse como «valores negociables» es poco relevante, en cuanto que menciona una serie de supuestos sobre los que

Esta es, en cierta medida, la técnica seguida en los ordenamientos estadounidense ⁴²² e italiano ⁴²³.

3.2. ACOGIDA DE LOS VALORES ATÍPICOS DENTRO DEL CONCEPTO AMPLIO DE VALOR NEGOCIABLE MANEJADO POR EL RD 291/1992.

Merece ser destacado, como un aspecto positivo de la definición contenida en el art. 2 RD 291/1992, el *criterio elástico* que ha seguido para la delimitación del concepto de valor negociable o mobiliario, que -a costa de una cierta imprecisión que no podemos elogiar- permite dar cabida a los nuevos valores -valores atípicos- que puedan surgir en los mercados financieros, tan creativos por lo que a este aspecto se refiere ⁴²⁴. Este rasgo del

difícilmente podría haber duda alguna de que efectivamente no lo son" (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 27-28).

Vid. también la comparación que hace este Autor entre la delimitación del concepto realizada por el RD 291/1992 y la que efectúa la Directiva comunitaria 89/298 (*op. cit.*, págs. 28-29).

⁴²² En la *sec. 2 (1)* del *Securities Act* de 1933.

⁴²³ Art. 18 bis *L.* de 7 de junio de 1974.

⁴²⁴ "La atipicidad en el marco del Derecho de valores significa la existencia de ciertos valores respecto de los cuales el ordenamiento no predispone un determinado régimen jurídico «típico»" (cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "La atipicidad de los valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 1852).

El Derecho español, por lo que a los valores se refiere, no parece acogerse al principio de *numerus clausus* (*vid.* las argumentaciones al respecto de FERNÁNDEZ DEL POZO, *op. cit.*, págs. 1853-1855). Nuestro sistema no se rige por la

concepto de los valores mobiliarios aportado por el art. 2 RD 291/1992 es laudable, toda vez que supone una forma de tutela del inversor, evitando que haya instrumentos financieros que escapen a la norma ⁴²⁵. La amplitud de la cláusula general de la definición de valor mobiliario que analizamos pretende

fijación legal de tipos, lo cual parece una actitud acertada ante éste que parece ser un *mal endémico* de todos los ordenamientos jurídicos, pues "este tópico -el de la tipicidad de negocios, contratos o derechos- tiene la curiosa virtud de su aparición recurrente. Tan pronto acaba la doctrina por perfilar las notas distintivas de las diversas categorías típicas, aparece la crítica sobre la suficiencia de la clasificación dogmática. Pronto la discusión se apaga por el cansancio dialéctico y por una cierta conciencia compartida de futilidad" (*op. cit.*, pág. 1843). SÁNCHEZ DE ANDRÉS comenta la profusión de *productos derivados* de los valores mobiliarios, "que desde hace algunos años vienen protagonizando la parte más dinámica de la economía de nuestro tiempo" (cfr. "Derecho del Mercado de Capitales", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, *cit.*, pág. 2270).

Son interesantes -aunque referentes a un campo más restringido, como es el de los títulos de crédito- las observaciones acerca de la *tipicidad* realizadas por ASCARELLI (en "Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V libro IV del nostro codice", en *BBTC*, 1954, I, págs. 372-374 y 380-381).

Vid. también SPADA, P., "Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio", en *BBTC*, 1986, I, págs. 13 y ss..

⁴²⁵ *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, págs. 17-18 y 32-33. En efecto, "junto a los valores mobiliarios tradicionales que se ofrecían públicamente a los inversores, han ido surgiendo otros valores «innominados» o «atípicos», que son fruto de nuevos «productos financieros» surgidos, en parte, como consecuencia de la autonomía de la voluntad y de la preocupación de los emisores de obtener mayores recursos, y debidos también al propósito de los emisores de huir de la normativa rígida y de los controles existentes respecto a los valores mobiliarios «típicos»" (*op. cit.*, pág. 8).

contrarrestar el problema de la ilegalidad de los valores atípicos ⁴²⁶.

La otra forma de evitar que los valores atípicos se escapen de la legalidad es elaborar un *régimen general* que permita acoger los nuevos valores que puedan surgir ⁴²⁷.

Todos estos esfuerzos -sean de elaboración conceptual o de régimen- persiguen hacer valer el principio de seguridad jurídica -en este caso, que no haya valores sin régimen alguno-. Nada tiene que ver este esfuerzo con una pretensión de poner coto a la creación de nuevos valores ⁴²⁸. Por el contrario, en nuestro Derecho rige el *principio de*

⁴²⁶ Es interesante el concepto de *tipo* que facilita FERNÁNDEZ DEL POZO, conforme al cual "el tipo se distingue de la noción general (...) por ser una asociación de elementos coordinados que se construye con un menor grado de abstracción" (cfr. "La atipicidad de los valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 1851).

⁴²⁷ "Aun cuando, como es evidente, el régimen de los valores representados mediante títulos y los representados en anotaciones en cuenta divergen de modo profundo, si interesa hacer notar la conveniencia de la existencia de un determinado régimen general -por supuesto deverso- para unos (es decir, los títulos-valores) y para los otros (los valores anotados) precisamente para hacer frente a los nuevos valores -los atípicos- que la realidad del tráfico nos muestra de modo creciente" (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 43; *vid. también*, del mismo Autor, *Instituciones...*, 15ª ed., *cit.*, pág. 372; EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración...", *cit.*, págs. 7 y ss.).

⁴²⁸ "Que interesa admitir, entre otras razones, dada la intercomunicación de los distintos mercados y la competencia entre ellos" (cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, págs. 45-46).

libertad de emisión "sin necesidad de autorización previa, salvo en ciertos supuestos excepcionales"

429 .

3.3. CARACTERES DEFINITORIOS DE LOS VALORES NEGOCIABLES.

La enumeración de caracteres de los valores negociables -o mobiliarios- contenida en la LMV se ha visto ampliada con los que, a su vez, señala el RD 291/1992. Estos caracteres son: 1º) contenido patrimonial del derecho que el valor representa; 2º) agrupación de los valores en emisiones; 3º) negociabilidad de los valores y 4º) unidad en la forma de representación.

3.3.1. CONTENIDO PATRIMONIAL DEL DERECHO QUE EL VALOR REPRESENTA.

Los valores negociables son *derechos de contenido patrimonial*. El titular del valor lo es en tanto en cuanto que ha realizado una previa inversión; el valor representa el derecho que ha nacido a su favor en virtud de ese acto. El sujeto obligado a contraprestar al titular será la entidad emisora de los valores. El contenido patrimonial del derecho puede ser *simple* -como son las

⁴²⁹ EM LMV, número 4; vid. art. 25 LMV.

pretensiones pecuniarias representadas por los pagarés, obligaciones, bonos, etc.- o complejo - como es el caso de las acciones- ⁴³⁰.

De modo habitual la finalidad buscada por el titular del valor es obtener una *rentabilidad* de su inversión, por ello es frecuente que los titulares de valores de carácter complejo -como las acciones- centren su interés sobre los derechos de contenido económico, sin prestar gran atención a los derechos políticos que el valor les atribuye.

3.3.2. AGRUPACIÓN EN EMISIONES -EM LMV, NÚMERO SEGUNDO; ARTS. 2 LMV Y 4 RD 291/1992-.

Lo primero que nos sugiere este requisito es que los efectos de *comercio* quedan excluidos del ámbito de la LMV, los cuales, como es sabido, cuentan con su propia regulación en la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque ⁴³¹.

⁴³⁰ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 35; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 21 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 392.

⁴³¹ La versión de 13 de enero de 1988 del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores, señala expresamente en su art. 3.3 que quedan exceptuados de la posibilidad de representación por medio de anotaciones en cuenta "las letras de cambio, pagarés y cheques regulados en la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque".

De lo expresado en el número segundo EM LMV, vemos que el concepto agrupación en emisiones, desde una perspectiva sistemática, viene a ocupar el lugar del término *emisión en series*. Pero sería erróneo entender que lo sustituye: simplemente lo desplaza; en palabras de la EM LMV, número segundo, podemos decir que "se ha abandonado el concepto de valores emitidos «en serie»".

La agrupación en emisiones es un concepto algo más amplio que la agrupación en series; esta segunda supone que todos los valores integrantes de la serie tengan idénticas características ⁴³², por el contrario, entre los valores que integran una emisión bastará con que exista una cierta

Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "La atipicidad de los valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 1855; MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la financiación...", *cit.*, pág. 705.

No debe olvidarse, sin embargo, pueden ser negociados en los Mercados de Valores. Cfr. BERCOVITZ, A., "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 91; vid. "Normas sobre el mercado de letras de cambio en la Bolsa de Madrid", RDBB, 1981, n° 1, págs. 157-168; "Normas sobre el mercado de pagarés de empresa en la Bolsa de Madrid", RDBB, 1982, n° 8, págs. 847 y ss.; VERDERA Y TUELLS, E., "Las actividades parabancarias. Innovación y desintermediación en el sistema financiero español", en RESTUCCIA, G. (dir.), *L'attività parabancaria*, Milán, 1987, págs. 165-166; TRUJILLO DEL VALLE, J. A. y CUERVO-ARANGO, C., *El sistema financiero español*, Barcelona, 1985, págs. 138-139; CUERVO GARCÍA, A./ PAREJO SÁIZ, J. A./ RODRÍGUEZ SÁIZ, L., *Manual del Sistema Financiero*, Barcelona, 1987, págs. 124 y 127.

⁴³² Vid. POLO, A., "La admisión de valores a cotización oficial", en VV. AA., *Coloquio de Derecho bursátil*, Bilbao, 1970, pág. 58.

homogeneidad ⁴³³. En este rasgo se percibe, una vez más, el criterio flexible de la LMV, con el que busca dilatar los márgenes del concepto de valor mobiliario o negociable, pues afirma que "no hay razón para no considerar agrupados en una «emisión», de conformidad con las prácticas habituales de numerosos mercados financieros, instrumentos que puedan ser bastante heterogéneos en algunas de sus características económicas (vgr. plazo o tipo de interés) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente a las previsiones de la presente Ley" -EM LMV, número segundo-. La LMV también habla de *la difícil concreción legal del concepto de agrupación en serie* ⁴³⁴ y en ello encuentra un motivo más para abandonar este elemento como criterio delimitador del concepto de valor negociable ⁴³⁵.

⁴³³ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, págs. 16 y 37; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "La atipicidad de los valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 1855.

⁴³⁴ Ante esta afirmación del párrafo segundo EM LMV, ARROYO MARTÍNEZ (en *Prólogo*, *cit.*, pág. 15) muestra su sorpresa y desaprobación y remite a cualquier manual al uso, para comprobar que, en la doctrina mercantil, sí que existe una delimitación del concepto de emisión en serie.

⁴³⁵ Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2662; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 21-22 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 392.

Causa extrañeza en algún Autor que la LMV, además de no aportar una definición de agrupación en emisiones, utilice en su EM términos extrajurídicos -como el plazo o el tipo de

homogeneidad⁴³³. En este rasgo se percibe, una vez más, el criterio flexible de la LMV, con el que busca dilatar los márgenes del concepto de valor mobiliario o negociable, pues afirma que "no hay razón para no considerar agrupados en una «emisión», de conformidad con las prácticas habituales de numerosos mercados financieros, instrumentos que puedan ser bastante heterogéneos en algunas de sus características económicas (vgr. plazo o tipo de interés) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente a las previsiones de la presente Ley" -EM LMV, número segundo-. La LMV también habla de la difícil concreción legal del concepto de agrupación en serie⁴³⁴ y en ello encuentra un motivo más para abandonar este elemento como criterio delimitador del concepto de valor negociable⁴³⁵.

⁴³³ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", cit., págs. 16 y 37; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "La atipicidad de los valores mobiliarios...", cit., pág. 1855.

⁴³⁴ Ante esta afirmación del párrafo segundo EM LMV, ARROYO MARTÍNEZ (en *Prólogo*, cit., pág. 15) muestra su sorpresa y desaprobación y remite a cualquier manual al uso, para comprobar que, en la doctrina mercantil, sí que existe una delimitación del concepto de emisión en serie.

⁴³⁵ Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", cit., pág. 2662; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., págs. 21-22 y "Acciones y obligaciones representadas...", cit., pág. 392.

Causa extrañeza en algún Autor que la LMV, además de no aportar una definición de agrupación en emisiones, utilice en su EM términos extrajurídicos -como el plazo o el tipo de

El art. 2 LMV encomienda al desarrollo reglamentario de la Ley el establecimiento de "los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores negociables se entenderá integrado en una emisión". El art. 4.2 RD 291/1992 viene a responder a este propósito. En este artículo se entiende que emisión será el conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí. En cuanto a la homogeneidad, efectivamente, los criterios manejados son varios. En primer lugar, los valores deben formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito⁴³⁶. La naturaleza y régimen de transmisión de los valores también deberán ser iguales. Por último, los valores deberán atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones⁴³⁷.

interés- en el intento definitorio de este concepto (vid. ARROYO MARTÍNEZ, I., *Prólogo*, cit. pág. 15).

⁴³⁶ Esta unidad de propósito puede venir constituida incluso por la simple "obtención sistemática de financiación" -art. 4.2 RD 291/1992-.

⁴³⁷ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", cit., págs. 36-38; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, Madrid, 1994, pág. 1290; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 152.

El RD también se detiene en detallar *qué diferencias podrán existir en un conjunto de valores*, sin que por ello se vea afectada su homogeneidad. Así, en el art. 4.3 RD 291/1992 se hace referencia a la posibilidad de que sea diverso el importe unitario de los valores, o las "fechas de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios; procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores; o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesoria. En particular, la homogeneidad no resultará alterada por el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o por la previsión de ampliaciones." ⁴³⁸.

El art. 4 RD 291/1992, en su párrafo 4, añade a las observaciones de carácter positivo y negativo de los dos párrafos anteriores un comentario referido al caso específico de *programas de emisión continua o abierta de valores homogéneos* ⁴³⁹. Se incluyen en este supuesto los

⁴³⁸ Vid. EM LMV, número segundo, *in fine*.

Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las ofertas públicas de venta...", *cit.*, pág. 1291.

⁴³⁹ Vid. art. 6.2 RD 116/1992.

programas de emisión de pagarés de empresa ⁴⁴⁰, o de emisiones con periodo de suscripción indefinido o de larga duración. En estos casos "el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a los efectos de poder considerar los valores integrados en una misma emisión, podrán establecer límites al saldo vivo o importe de los valores emitidos, a la duración del programa de emisión o del periodo de suscripción, o a la diferencia máxima entre los plazos de amortización de los valores emitidos".

La homogeneidad existente entre los valores que integran una emisión permite que, cuando ésta sea completa, aquéllos sean tratados como bienes fungibles. La fungibilidad de los valores es fundamental para el régimen de transmisibilidad de éstos cuando se encuentran representados por medio de anotaciones en cuenta ⁴⁴¹.

3.3.3. NEGOCIABILIDAD -EM LMV, NÚMERO SEGUNDO; ART. 2 LMV-.

⁴⁴⁰ Vid. EM LMV, número segundo, donde se hace referencia a la posibilidad de que instrumentos como las letras o los pagarés tengan la condición de valores negociables, cuando reúnan -como es el caso- las características que la Ley exige para este tipo de valores.

⁴⁴¹ Vid. arts. 8.2 LMV y 17 RD 116/1992.

El propio término con el que se designan los valores negociables explicita que la negociabilidad es un requisito esencial delimitador de esta categoría de valores -en efecto, la negociabilidad y la agrupación en emisiones son las dos características más determinantes de los valores negociables⁴⁴²⁻. La concurrencia o no de este requisito nos permite distinguir entre dos tipos de valores: los valores negociables y los no negociables⁴⁴³. Tan sólo los primeros están comprendidos dentro del ámbito de regulación de la LMV⁴⁴⁴.

La EM LMV presenta la negociabilidad como "algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos"⁴⁴⁵. La

⁴⁴² Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANY, J. A., *La actividad de gestión...*, cit., pág. 132; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1218.

⁴⁴³ Cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", cit., pág. 90.

Vid. JAMES, J., *Richardson's Guide to Negotiable Instruments*, 8ª ed., London-Dublin-Edinburgh, 1991, págs. 15 y ss.; este Autor distingue también entre "negotiable, quasi-negotiable and possible negotiable instruments" (op. cit., págs. 17 y ss.).

⁴⁴⁴ Vid. EM LMV, número segundo -donde, entre otras afirmaciones relativas a la negociabilidad de los valores, se comenta que "la Ley reposa sobre el concepto de «valores» o, para mayor precisión, de «valores negociables»"-; vid. también art. 2 LMV.

⁴⁴⁵ Vid. JAMES, J., *Richardson's Guide...*, cit., pág. 26 y ss., donde se habla de "benefiting from negotiability"; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", cit., pág. 2662; MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la

LMV establece esta distinción entendiendo que la negociabilidad es una realidad de tintes más económicos que jurídicos. La negociabilidad "deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes" ⁴⁴⁶. A este mismo aspecto se refiere el art. 2.1.f) RD 291/1992, cuando dice que los valores negociables deben ser susceptibles de "tráfico generalizado e impersonal".

Sin embargo, a la vista de la descripción de *negociabilidad* que nos ofrecen las dos normas citadas, parece que la negociabilidad *no supera el concepto de transmisibilidad*, sino que, por el contrario, se circunscribe dentro de él como un concepto más restringido: la negociabilidad hace referencia a una forma de transmisibilidad que no debe verse afectada por limitaciones o

financiación...", *cit.*, pág. 705; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 22 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 393.

⁴⁴⁶ Cfr. EM LMV, número segundo.

Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "La atipicidad de los valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 1855.

restricciones en el tráfico ⁴⁴⁷. Esta particularidad se muestra en consonancia con las normas de admisión a negociación de los valores en los mercados oficiales, entre las que se encuentra la exigencia de que los valores no estén sometidos a restricciones en su transmisibilidad ⁴⁴⁸.

Esta ausencia de restricciones a la libre transmisibilidad permite el tráfico generalizado e impersonal al que nos acabamos de referir ⁴⁴⁹. Por

⁴⁴⁷ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 38.

⁴⁴⁸ Así, en el art. 27.f) D 1506/1967, de 30 de junio, por el que se prueba el Reglamento de Bolsas, se establecía como requisito para la admisión de valores a cotización "la inexistencia de restricciones estatutarias para la libre transmisibilidad".

En esta misma línea, la DA 1ª.4 RD 291/1992 preceptúa que "los valores que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad".

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, págs. 38-39; POLO, A., "La admisión de valores a cotización oficial", *cit.*, pág. 74.

⁴⁴⁹ Vid. art. 2.1.f) RD 291/1992.

En este sentido, SANTOS MARTÍNEZ sí que encuentra diferencia entre los términos *transmisibilidad* y *negociabilidad*; pues por un lado puede situarse la «*transmisibilidad*» como concepto eminentemente jurídico -en el que juegan un *tradens* y un *accipiens* determinados" y por otro la *negociabilidad*, "cargada de resonancias económicas, (...) en la cual quienes contratan responden a una imagen objetiva, casi impersonal, y en la que, además, en multitud de ocasiones, quedan en un segundo plano, desdibujados, si no preteridos, el verdadero titular-vendedor y el verdadero adquirente-comprador. Lo que ya venía sucediendo antes de esta ley, pues el agente de cambio y bolsa, en su actuación característica, contrataba callando el nombre del comitente." (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 22 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 393).

unos y otros cauces lo que se pretende es facilitar la objetivación de los valores para que puedan ser negociados de forma ágil y segura en un "mercado de índole financiera" ⁴⁵⁰ -piénsese, además, en el caso de los valores anotados en cuenta, en la concurrencia de la fungibilidad de los valores con la negociabilidad de éstos, en el sentido en que la estamos comentando-.

3.3.4. UNIDAD EN LA FORMA DE REPRESENTACIÓN.

Por disposición del art. 5.1 LMV los valores negociables o mobiliarios podrán representarse indistintamente por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. Tanto una como otra forma son igualmente hábiles para la representación de estos valores, sin que pueda afirmarse que la forma de representación es un elemento determinante o configurador de la esencia de los valores negociables ⁴⁵¹.

⁴⁵⁰ En expresión del art. 2.1.f) RD 291/1992.

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 39.

⁴⁵¹ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 39; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 22 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 393.

A este respecto, con relación a las acciones, es muy claro el texto del art. 51 LSA: " Las acciones podrán estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones

Conviene tener presente, sin embargo, que algunos valores negociables, por exigencia de su propia naturaleza y régimen específico, habrán de acudir necesariamente a una u otra de estas dos formas de representación. Las letras de cambio, los pagarés o los certificados de depósito deben representarse por medio de títulos. Por su parte, todos aquellos valores que se negocien o pretendan ser admitidos a negociación en mercados secundarios habrán de representarse en forma de anotaciones en cuenta ⁴⁵². Pero estas exigencias, repetimos, no inciden en la configuración de estos valores como negociables o no negociables.

Sin embargo, hay una nota que el art. 5.1 LMV sí que presenta como esencial al concepto de valor negociable y es que "la modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en la misma emisión" ⁴⁵³.

en cuenta. *En uno y en otro caso tendrán la consideración de valores mobiliarios*".

⁴⁵² Arts. 31 LMV y 29 RD 116/1992 y DA 1ª.5 LSA.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, págs. 39-40.

⁴⁵³ Art. 5.1 LMV; este principio es recogido también, bajo la rúbrica "Unidad de representación", por el art. 2 RD 116/1992.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 40; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 252-253; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho

Excepcionalmente, se admitirá que este principio se rompa en aquellos supuestos específicos en los que, siguiendo el procedimiento previsto por el propio RD 116/1992, se proceda al cambio en la modalidad de representación -art. 2 *in fine* RD 116/1992 ⁴⁵⁴, en relación con art. 4 RD 116/1992 ^{455- 456}.

Es importante observar que la unidad de representación no es un requisito meramente formal. La forma de representación es una cuestión que tiene consecuencias de gran relevancia por lo que se refiere al *régimen de transmisión o circulación*

bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1012; TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 270; GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.*, pág. 63.

⁴⁵⁴ "La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se aplicará a todos los integrantes de una misma emisión, con las excepciones que deriven de lo previsto en este Real Decreto para el caso de cambio en la modalidad de representación."

⁴⁵⁵ Especialmente expresivos de esta situación excepcional -en la que pueden convivir transitoriamente, dentro de una misma emisión, valores representados en forma de títulos y valores anotados en cuenta- son los párrafos 2 y 4 de este art. 4 RD 116/1992.

Vid. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 254.

Vid. *infra* VI.3.2..

⁴⁵⁶ FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1220) observa que la representación de valores mediante anotaciones será "uniforme para toda la emisión (...) -sin perjuicio de la integración progresiva en el caso de transformación de un sistema de títulos a otro de anotaciones-".

de los valores, que será distinto en función de que éstos se representen por medio de títulos-valores o por medio de anotaciones en cuenta. Así entendido, resulta obvio que la unidad de representación sea uno de los caracteres definitorios de los valores negociables, pues, al referirse a aspectos operativos, determina, en gran medida, la *negociabilidad* que pretende predicarse de estos valores. El art. 4.2 RD 291/1992 hace referencia de modo indirecto a este aspecto, pues establece que uno de los criterios que determinan la homogeneidad de los valores es su igual naturaleza y *régimen de transmisión* ⁴⁵⁷.

Apoyándose en la uniformidad de representación de los valores, el legislador ha podido ordenar el tráfico de éstos, con miras a agilizar su circulación. En el caso de los valores anotados en cuenta, de otro modo no sería posible que éstos se viesen revestidos de la fungibilidad que es necesaria para llevar a término las operaciones de compensación y liquidación ⁴⁵⁸.

4. CONCEPTO DE "VALOR ANOTADO EN CUENTA".

⁴⁵⁷ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Comentario al art. 2 del RD 291/1992", *cit.*, pág. 40.

⁴⁵⁸ Arts. 8.3 LMV y 17 RD 116/1992.

4.1. LA ANOTACIÓN EN CUENTA COMO *FORMA DE REPRESENTACIÓN DE LOS VALORES NEGOCIABLES.*

La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta supone abrir un capítulo nuevo -poner punto y aparte- con relación a los títulos-valores ⁴⁵⁹. La ruptura con los títulos-valores no es total, pues hay principios originarios del sistema cartular que son aplicables al sistema de anotaciones. Pero sí que se puede decir que los valores anotados han roto con los títulos-valores y su régimen en todos aquellos aspectos que, *en cuanto forma de representación de los valores*, habían convertido los títulos en un instrumento distorsionador del tráfico jurídico-económico.

Así, lo que se había llamado "razón biológica de los títulos-valores" -evitar los inconvenientes de la invisibilidad de los derechos subjetivos- ⁴⁶⁰, que constituyó el fundamento de la teoría de la incorporación del derecho al título -y, en general, de la dogmática de los títulos-valores-, se convierte en la antítesis del objetivo pretendido

⁴⁵⁹ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores...", *cit.*, págs. 217 y ss..

⁴⁶⁰ Cfr. GARRIGUES, J., *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., *cit.*, pág. 721.

por el sistema de anotaciones. Conforme a los principios del sistema tabular, la *tangibilidad* de los derechos es considerada ahora como un lastre⁴⁶¹.

La anotación en cuenta, como forma de representación de los valores negociables, trae consigo, como principal aportación, la *desmaterialización de los valores*. Por tanto, en este aspecto -no así en los aspectos funcionales-, la anotación en cuenta se configura como el modelo antagónico del título-valor; todos los esfuerzos de la teoría de los títulos-valores por afirmar la corporeidad de los valores han sido desplazados por la necesidad de desmaterializar los valores. En consecuencia, *ya que los valores anotados no se encuentran conceptualmente vinculados a cuerpo material alguno, no es preciso seguir acudiendo a la estructura ni a la expresión metafórica de la*

⁴⁶¹ De ahí el recelo con el que fueron recibidos en un principio los certificados acreditativos -art. 12 LMV y 18 y ss. RD 116/1992-, pues podían constituir una puerta de acceso a la *reincorporación del derecho al título*, y la prevención y cautela con que se diseñó su régimen, para evitar cualquier posibilidad de que se convirtieran en nuevos títulos-valores -muestras de esa prevención son la sanción de nulidad que pesa sobre cualquier acto de disposición que tenga por objeto los referidos certificados (arts. 12.2 *in fine* LMV y 20.2 RD 116/1992) o el plazo de caducidad que lleva aparejado todo certificado para evitar cualquier peligro de olvidar la verdadera fuente y punto de referencia de la legitimación en el sistema de anotaciones, que es el *registro contable* de los valores, (arts. 12.4 *in fine* LMV y 21.5 RD 116/1992)-.

incorporación -por eso entendemos que expresiones como "incorporación no documental" o "incorporación inmaterial" no se corresponden con la esencia de los valores anotados- ⁴⁶². Con mayor motivo resulta impropia la expresión "Deuda del Estado materializada en anotaciones en cuenta", utilizada

⁴⁶² ROJO FERNÁNDEZ-RÍO comenta que "la incorporación documental no agota las posibilidades de incorporación. El crédito -el valor- no queda desincorporado, sino incorporado a una base física distinta del documento. Al lado de la incorporación documental -cuyo ámbito será mayor o menor según el concepto de documento que se tenga- existe una incorporación documental. Si la incorporación documental es una incorporación material, la incorporación a una anotación en cuenta es una incorporación inmaterial" (cfr. "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 108-109).

Criticando la tesis de quienes ven en los valores anotados una *incorporación no documental o inmaterial*, observa SANTOS MARTÍNEZ que "hay, en efecto, quienes han intentado interpretar las anotaciones contables informatizadas desde las concepciones de los títulos-valores, aunque haya que violentar a tal efecto las notas características (definidoras) de éstos. Mal se pueden explicar esas notas cuando se esfuma lo que es el núcleo central -la famosa «incorporación»-, en torno al cual giran y se justifican aquéllas. Y no deja de haber una buena dosis de convencionalismo cuando, a propósito de los valores representados por anotaciones contables, se habla de «incorporación no documental» o de «incorporación inmaterial», expresión esta última que entraña en el fondo una verdadera *contradictio in terminis*" (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 74).

Por su parte, OLIVENCIA RUIZ entiende que, roto el vínculo entre el derecho y el título, no tiene sentido referirse a las anotaciones en cuenta como *formas de documentación o materialización* de los derechos -como hacen la Ley General Presupuestaria (RDL 1091/1988, de 23 de septiembre) o la Ley 21/1986, de 23 de diciembre de Presupuestos Generales del Estado para 1987- (cfr. "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, págs. 28-29).

Vid. también 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, n° 31, pág. 683.

por las primeras normas que introdujeron entre nosotros esta forma de representación de los valores ⁴⁶³.

El modo de alcanzar la desincorporación ⁴⁶⁴ ha sido la *representación registral* de los valores. Entendemos que es un error atribuir a la informática el mérito de la nueva concepción de los valores como valores desmaterializados. Por supuesto que el tratamiento informatizado de la información ha jugado un papel fundamental en este proceso, pero la suya ha sido una función técnico-instrumental. Lo que ha permitido que, desde la lógica jurídica, se afirme la desmaterialización de los valores ha sido la *configuración de un sistema*

⁴⁶³ Así se expresa, por ejemplo, el art. 4.1.A.b) de la Ley 46/1985, en el que se lee: "La suscripción y transmisión de la Deuda del Estado *materializada en anotaciones en cuenta* no precisará la intervención de Fedatario público. El Gobierno establecerá el régimen aplicable a la Deuda del Estado *no materializada en títulos-valores*".

Esta terminología empleada por nuestro Derecho positivo influyó, casi de modo inevitable, en nuestra doctrina: así ORTEGA, en "Los Pagarés del Tesoro...", cit., págs. 119-120, afirma que las emisiones de Deuda Pública "pueden materializarse en anotaciones en cuenta".

⁴⁶⁴ Concepto éste en torno al cual -entiende PAZ-ARES- se agrupan "todos aquellos fenómenos, tanto fácticos como normativos, por virtud de los cuales la existencia, la transmisión o el ejercicio del derecho se desgaja o independiza, en mayor o menor medida, de la producción, de la tradición o de la presentación del título en que tradicionalmente se hallaba documentado" (cfr. "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 90).

registral específico ⁴⁶⁵ que, gracias a la atribución de fuerza constitutiva a las inscripciones registrales relativas a valores negociables y sin necesidad de servirse de la representación documental, permite la constitución de los valores como bienes inmateriales y el ejercicio de los derechos que de ellos se derivan ⁴⁶⁶.

⁴⁶⁵ Un sistema registral que habitualmente se gestiona por medios informáticos, pero no simple y llanamente un sistema informático.

Un parecer distinto, en el que el mérito del sistema de anotaciones en cuenta es atribuido a la informática antes que a las normas del Derecho registral, en LOJENDIO OSBORNE, I., "La acción. Documentación y transmisión", cit., pág. 239.

⁴⁶⁶ En cuanto a la ausencia de medios documentales en el sistema de anotaciones, ha dado mucho que pensar y ha ocasionado críticas -cuestionando la coherencia lógica del sistema de anotaciones- el recurso a los *certificados* para la acreditación de la legitimación registral -establecido por el art. 12 LMV y desarrollado en los arts. 18 y ss. RD 116/1992; sobre este particular, *vid. infra* VII.2.- así como la exigencia de otorgamiento de *escritura pública* para proceder a la inscripción constitutiva de los valores en el registro -arts. 6 LMV y 6 y ss. RD 116/1992; *vid. infra* VI.1.1.-.

SANTOS MARTÍNEZ destaca que "la necesidad que en el tráfico jurídico -en las relaciones intersubjetivas de naturaleza económica, en general- se siente de servirse de un apoyo documental escrito, distinto o separado del simple registro magnético, se rebela contra un sistema que pretendiera ser pura y simplemente informatizado.

"Y así, el art. 12 LMV ha de volver al documento, pese al gran intento de escapar de él. Lo que ocurre es que ahora se trata de un documento probatorio." (cfr. "Valores informatizados", cit., pág. 67 y "Acciones y obligaciones representadas...", cit., pág. 485).

ALONSO ESPINOSA, concede a los certificados una fuerza mayor -en nuestra opinión- que la que el legislador ha querido atribuirles y, comentando el régimen de las acciones anotadas, afirma que los certificados del art. 12 LMV "suponen, en realidad, la forma jurídica de «materializar»

Por tanto, la anotación en cuenta se configura como una forma de representación de los valores negociables, que, si bien tiene una clara fundamentación en los principios registrales, cuenta, sin embargo, con una identidad propia, que le permite distinguirse no sólo -por supuesto- de los títulos-valores, sino también del modelo de los registros jurídico-privados de bienes ⁴⁶⁷.

El *registro* ha jugado dentro del sistema de anotaciones en cuenta la misma función que jugó la *documentación* en el sistema de títulos-valores. Ambos son *formas de representación de los derechos subjetivos*. La informática, sin embargo, no es sino un instrumento técnico que permite la llevanza del registro de anotaciones ⁴⁶⁸. La informática no es

las acciones representadas informáticamente" -el subrayado es nuestro- (cfr. "Problemas en materia de documentación...", cit., pág. 61).

Vid. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 390, donde se hace referencia a los certificados, destacando los "recelos que están generando"; SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto...", cit., pág. 2850.

⁴⁶⁷ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., págs. 81-82, donde se comentan las diferencias entre los registros contables de valores y los registros de bienes -especialmente el Registro de la Propiedad-.

Sobre la naturaleza de los registros contables de valores anotados *vid. supra* III.1.1..

⁴⁶⁸ Instrumento utilísimo, toda vez que el registro de anotaciones en cuenta es un registro *contable*, dentro del cual la movilidad de los datos inscritos es muy frecuente.

una categoría o institución jurídica, por lo que no parece adecuado construir la doctrina de los valores anotados en cuenta sobre la base de la informática ⁴⁶⁹. La verdadera fundamentación de la dogmática de los valores anotados en cuenta no se encuentra en la informática, sino en el registro, o, mejor, en los principios registrales.

En la doctrina de los títulos-valores el acto de la impresión del título tan sólo ocupa un segundo plano. El primer plano dentro de la

⁴⁶⁹ Por eso, en nuestra opinión, no resulta acertado el término "valores informatizados" utilizado por SANTOS MARTÍNEZ para denominar los valores anotados en cuenta (vid. "Valores informatizados", *cit., passim*), pues resulta poco definitorio y descentra la atención hacia elementos que no ocupan sino un *segundo plano* en la configuración de estos valores. Nos sentimos en la obligación de observar que, en el contenido del referido estudio, este Autor, al margen del término adoptado para denominar los valores, formula argumentaciones muy acertadas sobre la naturaleza registral de los valores anotados en cuenta (*op. cit.*, entre otras, págs. 47 y ss.). Por lo demás, parece que este Autor ha abandonado el uso del término *valores informatizados* (vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*).

Por la misma razón, tampoco nos parece acertada la expresión utilizada por ALONSO ESPINOSA, quien se refiere a las anotaciones en cuenta como "formas de *documentación electrónica, socialmente imperceptibles, consecuencia de la irrupción de la informática en el Derecho*" -el subrayado es nuestro- (cfr. "Problemas en materia de documentación...", *cit.*, pág. 36; de la misma opinión que este Autor, y citado por él, vid. STALLONE, F., "La forma dell'atto giuridico elettronico", *cit.*, págs. 756 y ss.).

Tampoco compartimos la expresión "títulos valores informatizados" utilizada por BERCOVITZ (cfr. "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 90).

Vid. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., *Lecciones de Derecho Mercantil*, *cit.*, págs. 328 y ss..

argumentación o discusión jurídica se concede a la documentación, que es una institución jurídica. La documentación ocupa dentro de la teoría de los títulos-valores el mismo lugar que ocupa la representación registral dentro del sistema de anotaciones en cuenta -ambas son formas reconocidas por el Derecho para la representación de derechos subjetivos y, en este caso, concretamente, para la representación de los valores negociables-. Del mismo modo, se puede decir que la informática ejerce, dentro del sistema de representación tabular, una función instrumental semejante a la desempeñada por el papel impreso -y, si se quiere, por las distintas técnicas de impresión gráfica- en el sistema de representación cartular. La representación registral es a la representación documental lo que la informática es al papel y los procedimientos de impresión ⁴⁷⁰.

Lo que el legislador buscaba al dar paso a esta forma de representación de los valores era

⁴⁷⁰ La tipografía, el *off-set*, la serigrafía, la litografía son procedimientos técnicos con los cuales se pueden imprimir documentos. Así como nunca se ha pretendido denominar los títulos-valores por medio de expresiones como podrían ser *valores serigrafiados* o *valores litografiados*, entendemos que tampoco deben admitirse expresiones como *valores informatizados* o *representación electrónica de los valores*.

salir definitivamente de la crisis de los títulos-valores atacando el problema en su raíz misma: es decir, *sustituyendo el título-valor por otro medio de representación de los valores* ⁴⁷¹. Si los principales problemas de la crisis del papel fueron la pérdida de agilidad y de seguridad en el tráfico de los valores, la anotación en cuenta tendrá que traer consigo una mejora en las referidas *agilidad y seguridad en el tráfico*. Por el momento, parece ser que así ha sido ⁴⁷².

4.2. CARACTERES ESPECÍFICOS DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

La *negociabilidad*, la *agrupación en emisiones*, la *unidad en la forma de representación* y el *contenido patrimonial* del valor son

⁴⁷¹ Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", *cit.*, pág. 97.

⁴⁷² Pero, además, el sistema de anotaciones en cuenta ha introducido en el Mercado de Valores algunas mejoras que van más allá de la simple resolución de los problemas derivados de la crisis del papel.

Tal es el caso del Sistema de Interconexión Bursátil - arts. 49 y ss. LMV-, que permite que aquellos valores que sean admitidos en el Sistema puedan negociarse simultáneamente en las cuatro Bolsas españolas. En la gestión de este Sistema la informática sí que ejerce una función insustituible, por eso la propia LMV -sin esperar a su desarrollo reglamentario- dispone en su art. 49 que el Sistema estará "integrado a través de una red informática".

Vid. TERCEIRO, J. B., *Estudio sobre el Mercado de Valores*, Madrid, 1988, pág. 171 -del Capítulo 7-.

características de los valores anotados, en la medida que lo son de los valores negociables -concepto más amplio que el de valor anotado en cuenta y en el cual se apoya la LMV para delimitar su propio ámbito de aplicación⁴⁷³. Estas características no se desprenden del acto de anotación del valor en la cuenta correspondiente, sino que le son propias, de modo antecedente, al valor negociable que pretende acceder a esta forma de representación. Pero, junto a éstos, existen otros caracteres que sí son específicos de los valores anotados en cuenta, en cuanto tales valores anotados. Son la *nominatividad*, la *irreversibilidad*, la *reserva de denominación* y la *fungibilidad*.

4.2.1. CARÁCTER ESENCIALMENTE NOMINATIVO.

Tal como se encuentra configurado el sistema español de anotaciones en cuenta, todos los valores anotados adoptan necesariamente forma nominativa, o, mejor dicho -y así evitamos acudir a una terminología que es más propia de los títulos-

⁴⁷³ Art. 2 LMV.

Valor negociable es un concepto más amplio que valor anotado en cuenta, pues este segundo concepto alude tan sólo a una de las dos formas distintas -junto con la de título-valor- en que puede verse representado un valor negociable -vid. art. 5.1 LMV-.

valores-, no cabe el anonimato en la titularidad de los valores anotados ⁴⁷⁴. La inscripción del valor en el registro contable a nombre de su titular *impide el anonimato* de este tipo de derechos: no son posibles las anotaciones en cuenta al portador ⁴⁷⁵. A este respecto señala la DA 1^a.6 LSA que las Entidades encargadas de llevar el registro contable de los valores anotados están obligados a comunicar a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas.

Esto no significa que la anotación en cuenta, como forma de representación de los valores, no admita alguna modalidad en la que se respete el anonimato de su titular ⁴⁷⁶, pues en el Derecho

⁴⁷⁴ Cfr. VELASCO SAN PEDRO, L. A., "La documentación de la posición de socio", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), Madrid, 1991, págs. 319 y 335.

⁴⁷⁵ Salta a la vista, una vez más, que los valores representados por medio de anotaciones son una figura inspirada en los títulos-valores, pero *distinta de éstos*; pues la tradicional clasificación de los títulos -conforme a su ley de circulación o forma de estar designado el titular- en títulos nominativos, títulos a la orden y títulos al portador (*vid.*, entre otros, GARRIGUES, J., *Curso...*, Tomo I, 7^a ed., *cit.*, págs. 730 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, *cit.*, pág. 377 ss.; VICENT CHULIÀ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, Tomo II (*Contratos-Títulos valores-Derecho Concursal*), 3^a ed., Barcelona, 1990, págs. 609-611; URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho mercantil*, 14^a ed., Madrid, 1987, págs. 724 y ss.; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, págs. 596 y ss.), encuentra dificultades para su aplicación en el caso de los valores anotados en cuenta.

⁴⁷⁶ Digámoslo así -"que se respete el anonimato de su titular"-, pues no parece semánticamente admisible decir

comparado encontramos soluciones que contemplan esta posibilidad ⁴⁷⁷.

En consonancia con este carácter nominativo que comentamos -y en virtud del principio de legitimación registral-, se entenderá que el titular legítimo del valor será la persona a cuyo

"anotaciones en cuenta al portador", ya que las anotaciones en cuenta no son susceptibles de ser *portadas*.

⁴⁷⁷ Los sistemas francés y danés instrumentan la forma de anotar valores en cuenta respetando el anonimato de su titular (vid. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 371, nt. 22).

En el **sistema francés** se admitía tanto la inscripción en cuenta de "títulos" nominativos, como al portador. El registro de los nominativos era llevado por la propia entidad emisora de éstos, sin embargo el registro de los títulos al portador se encomendaba a una entidad intermediaria que no podía desvelar ante la sociedad emisora la identidad de los titulares a nombre de los cuales estaban inscritos estos valores -"en situation normale, ni l'émetteur, ni la SICOVAM, ni le teneur de comptes, ne peuvent avoir une connaissance complète et immédiate de la répartition d'un titre" (cfr. RIPERT, G./ ROBLLOT, R., *Traité...*, Tomo II, cit., pág. 35)-. Por lo demás, el tratamiento de estos dos tipos de valores dentro del sistema -incluida la forma de su transmisión- era idéntico.

Pero lo cierto es que las operaciones bursátiles sobre valores nominativos resultaban de más difícil realización, por el hecho de que la llevanza de su registro estuviese en manos de la propia entidad emisora. Para suplir los problemas derivados de esta situación, la ley n. 98-416 de 17-VI-1987 crea las *acciones al portador identificables*. La llevanza del registro de estos valores corresponde a la SICOVAM y las entidades emisoras están facultadas para solicitar de aquella la identidad, nacionalidad, domicilio y número de valores que tienen inscritos a su nombre los accionistas de la sociedad, así como las posibles restricciones a las que se encuentren sometidos los valores.

En el **sistema danés** el anonimato es también conseguido por medio de dos tipos de registro uno llevado por el emisor de los valores y otro, para aquellos valores cuyo anonimato se pretende custodiar, encomendado a una entidad intermediaria (vid. LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, cit., pág. 17).

nombre aparezca éste inscrito en el registro y podrá ejercer todos los derechos a que éste le faculte ⁴⁷⁸. Para el ejercicio de estos derechos el titular del valor podrá solicitar de la Entidad encargada del registro la expedición un certificado de legitimación, que, igualmente, habrá de ser necesariamente nominativo ⁴⁷⁹.

El art. 60 LSA -que reconoce la posibilidad de que las acciones de sociedad anónima se representen por medio de anotaciones en cuenta- dispone en su párrafo 2 que también podrán anotarse en cuenta las acciones que se encuentren en los "supuestos de nominatividad obligatoria", previstos en el art. 52 del mismo texto legal para los casos en que las acciones hubiesen estado representadas mediante títulos. Esos supuestos se refieren a las acciones que no hayan sido enteramente desembolsadas, que lleven aparejadas prestaciones accesorias, que se exija su nominatividad en alguna disposición legal o que su transmisibilidad esté sujeta a transmisiones ⁴⁸⁰.

⁴⁷⁸ Art. 15 RD 116/1992.

⁴⁷⁹ Arts. 12 LMV y 18.1 RD 116/1992.

⁴⁸⁰ Este último supuesto -"cuando la transmisibilidad de las acciones esté sujeta a restricciones"- en opinión de MEJÍAS GÓMEZ (en "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 114) es de difícil admisión, pues no resulta compatible con una de las características que definen la naturaleza de los

4.2.2. IRREVERSIBILIDAD DE LA FORMA DE REPRESENTACIÓN.

El art. 5.1 LMV ofrece la posibilidad de que los valores negociables puedan representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. Sin embargo, las anotaciones en cuenta son presentadas como la *opción preferente* ⁴⁸¹, ya que la representación de los valores por medio de anotaciones es irreversible, mientras que la representación de los valores por medio de títulos podrá revertirse hacia una ulterior representación en forma de anotaciones en cuenta ⁴⁸².

La intención del legislador es *dar libertad* a las Entidades emisoras a la hora de escoger la

valores anotados: la negociabilidad. Y añade que en el caso específico de las acciones admitidas a negociación en las Bolsas de Valores -por aplicación transitoria del art. 27.f del Reglamento de Bolsas- el sometimiento a cláusulas restrictivas de la transmisibilidad resulta inadmisibile.

⁴⁸¹ PÉREZ ESCOLAR (en "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1012) señala que la "tendencia favorable a las anotaciones en cuenta se manifiesta al disponer que la representación por medio de anotaciones en cuenta será irreversible". MADRID PARRA (en "La transmisión de valores", *cit.* pág. 90) observa que el legislador no proclama formalmente la desaparición de los títulos-valores, pero sí "impulsa el uso de las anotaciones en cuenta".

⁴⁸² Arts. 5.1 y 2 LMV y 3 RD 116/1992.

Vid. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1005; GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.*, pág. 63; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1220; FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, Madrid, 1991, pág. 236.

forma de representación de los valores, reforzando, sin embargo, la posición de los valores anotados en cuenta por medio de la irreversibilidad que comentamos. En la misma línea de impulso de la anotación en cuenta de los valores nos encontramos, por un lado, la imposición contenida en la DA 1^a.5 LSA, exigiendo que todas las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial deban representarse por medio de anotaciones en cuenta; y, por otro lado, nos encontramos con el Mercado de Deuda Pública, configurado también como un ámbito reservado a las anotaciones en cuenta. Nuestro sistema no ha querido imponer por la fuerza y de modo generalizado la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta ⁴⁸³, pero, dadas las ventajas del sistema, sí que pretende favorecer su implantación e, incluso, exigirla para los sectores que acabamos de señalar. Podríamos decir que la

⁴⁸³ Quizá la LMV opta por un sistema de anotaciones en cuenta de libre elección para evitar el rechazo que sufrió el sistema francés, introducido por las leyes de 28 de febrero de 1941, 14 de febrero y 8 de marzo de 1942. Este sistema imponía el depósito obligatorio de todas las acciones al portador en la *Caisse Centrale de Dépôts et Virements de Titres* (CCDVT) -Ley de 18 de junio de 1941-, pero la obligatoriedad del depósito lo hizo tan criticado que terminó siendo suprimido por Ley de 5 de julio de 1949 (vid. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 75).

"previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos", de la que habla el párrafo segundo de la EM LMV, es , más bien, una *programada* pérdida de importancia de los títulos-valores, dada la conocida situación de crisis en la que se encontraban cuando la LMV hacía tal afirmación.

Sin embargo, la LMV otorga al Gobierno la facultad de determinar *supuestos excepcionales en los que sí sea admisible la reversibilidad* de las anotaciones en cuenta ⁴⁸⁴. Es el art. 3 RD 116/1992 el que establece que la representación en forma de anotaciones en cuenta será reversible cuando: 1º) se trate de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial; 2º) el emisor solicite la representación en forma de títulos, en consideración a la escasa difusión de los valores y 3º) la CNMV dé su autorización. Será la Entidad encargada del registro contable la que haga entrega de los títulos a los titulares de los valores y, mientras que no sean recogidos, asumirá la función de depositaria de éstos.

4.2.3. RESERVA DE DENOMINACIÓN.

⁴⁸⁴ Art. 5.4 *in fine* LMV.

Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYNS, J. A., "La actividad de gestión de valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 133; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 114.

Tan sólo los valores negociables que se representen en forma de anotaciones en cuenta conforme a lo establecido en la LMV y en el RD 116/1992 podrán ser los que se designen con los términos *valores representados por medio de anotaciones en cuenta, anotaciones en cuenta* y otros similares o que puedan inducir a confusión⁴⁸⁵.

4.2.4. FUNGIBILIDAD.

El art. 8 LMV prevé que reglamentariamente se establecerán las condiciones para que los valores anotados funcionen como fungibles⁴⁸⁶. En el art. 17

⁴⁸⁵ Art. 5 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 270; GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.*, pág. 63.

⁴⁸⁶ Esta cualidad de los valores estaba ya presente en las soluciones aportadas por los sistemas correctores - *vid.* art. 5.4 D 1128/1974- (cfr. OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 28).

Vid. también BERCOVITZ, A., "El Derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 90.

Por lo demás, la *fungibilidad* ha sido tradicionalmente identificada como una de las características más significativas de los valores mobiliarios PELLIZZI, G. L., *Principi...*, *cit.*, pág. 151; CASTELLANO, G., "I titoli di massa", *cit.*, pág. 33.

D'ORS observa que "fungibles son las cosas que se identifican, no por su individualidad, sino por el género y la cantidad, y por eso, en tanto intervienen como objeto numerable de un negocio jurídico, se llaman *genéricas*, del mismo modo que las que ordinariamente se indentifican por su individualidad, en la medida en que intervienen en un negocio jurídico como individuales, se llaman *específicas*" (cfr. *Derecho privado romano, cit.*, pág. 177); *vid.* también

RD 116/1992 encontramos el anunciado desarrollo reglamentario. Con la fungibilidad se pretende dotar a los valores anotados de aquella agilidad en el tráfico que les era propia, en sus orígenes, a los títulos-valores. Se pretende que las anotaciones en cuenta sean un instrumento que facilite la circulación de la riqueza. Por eso el art. 8 LMV explicita que la fungibilidad de los valores anotados se persigue con miras a "las operaciones de compensación y liquidación" ⁴⁸⁷.

Ya en los sistemas correctores se entendió que la fungibilidad de los valores sería un camino de simplificación de los problemas que había provocado la necesidad de manipulación de los títulos. En esos sistemas es más difícil articular la fungibilidad de los valores, pues éstos se encuentran previamente representados por medio de un instrumento -el título- que, en ocasiones, no es fungible y hay que esquivar, de forma más o menos indirecta, esta situación ⁴⁸⁸.

IGLESIAS, J., *Derecho romano. Instituciones de Derecho privado*, 9ª ed., 4ª reimpr., Barcelona, 1989, págs. 245-246; ARIAS RAMOS, J./ ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano, cit.*, págs. 112-113; MIQUEL, J., *Curso de Derecho romano, cit.*, pág. 210.

⁴⁸⁷ Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1012.

⁴⁸⁸ Ya es conocida la solución adoptada para los títulos nominativos, consistente en el endoso en blanco al

En el caso de los valores anotados la determinación de su fungibilidad es más sencilla. Serán fungibles entre sí los valores que: 1º) estando comprendidos dentro de una misma emisión, 2º) tengan las mismas características ⁴⁸⁹.

El art. 17.2 RD 116/1992, haciendo referencia al régimen específico de las acciones, dispone que éstas serán fungibles entre sí cuando pertenezcan a un misma clase y serie. Añade este artículo que este carácter fungible corresponderá, en general, a los demás valores que tengan un mismo emisor y cuyas características, desde el origen o de modo sobrevenido, sean las mismas.

Son dos las consecuencias fundamentales que se desprenden de la fungibilidad que reviste los valores anotados. En primer lugar -con relación a los propios valores-, no será preciso atribuir ningún tipo de referencia a los valores para su identificación o individualización ⁴⁹⁰. En segundo

que son sometidos, con carácter previo todos los títulos nominativos que entran en un depósito colectivo de valores.

⁴⁸⁹ Art. 17.1 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", cit., pág. 267.

⁴⁹⁰ Lo cual sí era preciso, por ejemplo, en el sistema del Decreto 1128/1974 (vid. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1003).

lugar -con relación al titular de los valores-, quien tenga inscritos a su nombre valores en un Registro contable será titular de una *cantidad determinada* de éstos, no de unos valores específicos ⁴⁹¹.

Los valores que se encuentren en *situaciones especiales*, como el sometimiento a derechos reales limitados u otra clase de gravámenes ⁴⁹² o cuando su titular haya solicitado la expedición de un certificado ⁴⁹³, rompen de forma excepcional con el principio de fungibilidad de los valores anotados. En estas situaciones se procederá a la *especificación o desglose* de los valores ⁴⁹⁴.

4.3. DEFINICIÓN PROPUESTA DE “VALOR ANOTADO EN CUENTA”.

⁴⁹¹ Ambas consecuencias se deducen del art. 17.1 *in fine* RD 116/1992.

⁴⁹² Arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992.

⁴⁹³ Arts. 12 LMV y 18 a 21 RD 116/1992.

⁴⁹⁴ Art. 17.3 RD 116/1992.

Por su parte, los arts. 10.1 LMV y 13.1 RD 116/1992 disponen que la constitución de derechos reales limitados y otra clase de gravámenes deberá *inscribirse en la cuenta correspondiente*, de donde se deduce la pérdida del carácter fungible del valor afectado por el gravamen.

Los arts. 18.2 y 21 RD 116/1992 hacen referencia a la inmovilización y desglose de los valores de los que se haya expedido certificado de legitimación.

La realidad que se pretende identificar con el término "valor anotado en cuenta" tiene una componente objetiva y una componente formal. La primera de estas vertientes -la objetiva- nos sitúa ante los valores negociables: la realidad sustantiva u objetiva comprendida por los valores anotados en cuenta son los valores negociables. El aspecto formal de los valores anotados no puede ser otro sino la *anotación en cuenta*, como forma de representación de los valores. Es decir, el valor anotado en cuenta es una figura compleja, que permite comprender y tratar de modo unitario la institución que nace de la representación formal de los valores negociables por medio de anotaciones en cuenta ⁴⁹⁵.

La precariedad que lamentábamos cuando más arriba nos referíamos a la falta de una definición clara de valor negociable ⁴⁹⁶ se agudiza ahora y se multiplica, pues tampoco existe en nuestro ordenamiento una definición de *anotación en cuenta* ⁴⁹⁷, ni de *valor anotado en cuenta* ⁴⁹⁸. En estas

⁴⁹⁵ Partiendo de esta concepción es fácil concluir que el régimen de los valores anotados en cuenta esté integrado, fundamentalmente, por las normas reguladoras del sistema de anotaciones en cuenta y las normas propias de los valores negociables.

⁴⁹⁶ Vid. *supra* IV.3.1..

⁴⁹⁷ A pesar de las interesantes y sugerentes opiniones vertidas por nuestra doctrina en torno al concepto



de los valores anotados, no encontramos la formulación de una definición de valor anotado en cuenta.

En el ámbito de la elaboración doctrinal sí que encontramos alguna definición de anotación en cuenta.

MEJÍAS GÓMEZ (en "Las acciones representadas...", cit., pág. 110) aporta la siguiente definición:

"La anotación en cuenta vendría a ser el apunte contable que materializado a través de un sistema informatizado, previa la oportuna acreditación documental, atribuye el derecho real pleno, así como ciertos derechos reales limitados y otra clase de gravámenes sobre valores negociables".

Resulta acertado en esta definición la referencia que se hace a la naturaleza contable de la anotación en cuenta. Igualmente es oportuna la mención de la necesaria acreditación documental que exige el art. 6 LMV para la representación de los valores por medio de anotaciones -vid. arts. 6 y ss. RD 116/1992-. También es adecuada la alusión al régimen de los derechos reales y la mención de los derechos de esta naturaleza cuya titularidad puede expresarse por medio de la anotación en cuenta.

Sin embargo, no coincidimos con este Autor cuando dice que el apunte contable se encuentra "materializado a través de un sistema informatizado". En cuanto al término "materializado", ciertamente para realizar la anotación contable es necesario usar unos medios materiales, pero el valor negociable no se vincula a esos elementos materiales - como ocurre con el derecho que se incorpora al título-valor-, el valor negociable anotado en cuenta no se materializa.

Disentimos también de la inclusión de la expresión "sistema informático" en la definición, como si fuese un elemento esencial en la concepción de las anotaciones en cuenta. Somos conscientes de que, en la práctica, la gestión de las anotaciones en cuenta se lleva por medios informáticos, pero nos parece equivocado construir el concepto de la anotación en cuenta fundamentándose en la informática, cuando ésta tiene tan sólo una función accesoria, instrumental e, incluso, sustituible. En los arts. 5 a 12 LMV, en los que se configura el régimen de los valores anotados, no se hace mención alguna de la informática - tampoco en los arts. 11 a 17 RD 116/1992, que, bajo el título "Régimen jurídico de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta", integran la sección tercera, del capítulo primero, del título primero-. Aparece una referencia a la informática en el art. 24 RD 116/1992 cuando, al ocuparse del libro diario de inscripciones, establece, con carácter potestativo, que "la Entidad encargada o adherida llevará un libro o fichero informático de inscripciones". Cabe, por tanto, la posibilidad de que las anotaciones en

cuenta sean llevadas en un libro de papel, pues para la concepción dogmática de las anotaciones en cuenta es indiferente que las inscripciones se efectúen en un libro de papel o en un fichero informático -por supuesto que no nos cabe duda acerca de las ventajas de la informática y de la conveniencia de optar por la informática a la hora de llevar los registros contables de valores; pero, insistimos, aquí lo que pretendemos es disociar el plano práctico del teórico y afirmar que, en éste segundo, la informática es prescindible-. Por lo demás, conviene también observar que la necesidad de dotar de *operatividad* al sistema ha llevado a exigir que en los mercados secundarios -en los que el volumen de las operaciones es siempre elevado- la llevanza de los registros sea informatizada.

Pero las anotaciones en cuenta seguirían siendo lo que son aunque su gestión no se realizara por medios informáticos. Y es que al elaborar una definición lo que importa son aquellos aspectos que permiten identificar la esencia de lo definido.

En este último sentido, echamos en falta en la definición que comentamos una referencia a la *naturaleza registral* de las anotaciones en cuenta. No se alude en la definición a la *existencia de un registro* en el que se efectúan las inscripciones relacionadas con los valores, ni a la aplicación de los principios registrales dentro del régimen de los valores anotados.

En las "Alegaciones de la Junta Sindical del Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid en relación con el Proyecto de Real Decreto de 9 de febrero de 1987" (en VV. AA., *Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 337), encontramos el siguiente pronunciamiento que podría hacer las veces de definición de anotación en cuenta, si bien restringiéndose al ámbito de la Deuda Pública:

"La anotación en cuenta consiste en una forma de representación de la Deuda Pública, tratándose, en suma, de un medio o instrumento técnico de representación del crédito del particular frente al ente público que, sustituyendo el soporte documental, se utiliza con el fin de facilitar el tráfico jurídico y económico de la Deuda Pública".

(Vid. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. M^a C., "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", cit., pág. 227).

No puede tacharse de incorrecta esta definición, pero hay en ella carencias importantes, que, a nuestro juicio, le hacen perder validez definitoria. Se pueden destacar como aspectos positivos de su enunciado: 1º) la calificación de la anotación en cuenta como una *forma de representación*; 2º) la identificación del derecho de crédito como *elemento objetivo* al que afecta la representación formal por medio de anotación

condiciones la definición a la que nos enfrentamos se presenta como una tarea difícil, ya que se apoya sobre dos conceptos de los que apenas ⁴⁹⁹ existen

en cuenta; 3º) el carácter sustitutivo de la anotación en cuenta, frente al soporte documental y 4º) destacar la *agilización del tráfico jurídico y económico* como finalidad perseguida por esta forma de representación de los valores.

Pero la temprana fecha de elaboración de esta definición la ha condicionado de modo determinante. La *restricción al ámbito de la Deuda Pública* de que adolece es inevitable, toda vez que la representación de otro tipo de valores en forma de anotaciones era entonces desconocida en nuestro ordenamiento. Por otro lado, se echa en falta alguna referencia a la *naturaleza* que atribuye esta forma de representación a los valores que a ella se acogen y al modo de *ejercicio de los derechos* representados.

⁴⁹⁸ También ha intentado suplir la doctrina la ausencia de definición legal en el caso de los valores *anotados*.

MARTÍNEZ GIMÉNEZ (en "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 226) enuncia una definición, si bien se restringe al concepto de *Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta*:

"Aquella que atribuye a su titular un derecho de crédito no incorporado a un título, pero inscrito en la Central de Anotaciones en Cuenta gestionada por el Banco de España, cuya contrapartida está constituida por la obligación del ente emisor".

Esta Autora concibe la Deuda representada en anotaciones en cuenta como "una forma peculiar de deuda registrada", concepto este último que, con DIEBEN y EBERT, define como "la que da al acreedor, en lugar de un derecho documentado por un título, un derecho inscrito en el registro de deudas" (cfr. "La técnica del crédito público", en *Tratado de Finanzas*, GERLOFF/ NEUMARK [dir.], Buenos Aires, 1961, pág. 573).

⁴⁹⁹ Es decir, tan sólo contamos:

- con la formulación de la *cláusula de cierre* del art. 2 RD 291/1992, que hace las veces de definición legal de *valor negociable* (*vid. supra* IV.3.1.);

- con la *definición doctrinal* de *anotación en cuenta* aportada por MEJÍAS y la recogida en las

definiciones en nuestro ordenamiento y en nuestra doctrina ⁵⁰⁰.

Proponemos la siguiente *definición de valor anotado en cuenta*:

"Valor negociable inscrito en un registro contable a nombre de aquél al que le corresponda la titularidad real plena, quien, en virtud de su legitimación registral, podrá ejercer los derechos que del valor se deriven, así como constituir derechos reales limitados o gravámenes sobre éste."

Los aspectos que hemos intentado destacar con esta definición son:

- El "valor negociable" es el elemento objetivo que, al presentársenos bajo la forma de anotación en cuenta, da lugar al valor anotado en cuenta ⁵⁰¹.

Alegaciones de la Junta Sindical del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid (*vid. supra*).

- con la *definición doctrinal de Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta*, de MARTÍNEZ GIMÉNEZ (*vid. supra*).

⁵⁰⁰ Por lo que es mayor nuestra confianza en que sabrán ser disculpadas las imprecisiones que pueda contener la definición que formulamos.

⁵⁰¹ *Vid. supra* IV.3..

• La "inscripción" es un elemento esencial en los valores anotados, pues da lugar a la constitución de estos valores en cuanto tales, permite que se produzca la mutación jurídico-real cuando se efectúa una transmisión de valores y que sean oponibles a terceros determinados actos jurídicos sobre éstos⁵⁰².

• Es fundamental hacer referencia al "registro contable", para destacar las dimensiones registral y contable que describen la naturaleza de los valores anotados⁵⁰³.

• La mención de que los valores son inscritos en el registro "a nombre de" quien sea su titular evidencia su nominatividad, que, en el sistema español, es una característica esencial de los valores anotados en cuenta⁵⁰⁴.

⁵⁰² Vid. *infra* VI.1.6., VIII.1.2., VIII.2. y IX.2.2.1.1.2..

⁵⁰³ Vid. *infra* V.2. y V.3..

⁵⁰⁴ Vid. *supra* IV.4.2.1..

• La alusión a la "*titularidad real plena*" y a la constitución de "*derechos reales limitados*" sobre los valores es un reconocimiento de la inclusión de normas y principios de los derechos reales en el régimen de los valores anotados en cuenta ⁵⁰⁵.

• La referencia en nuestra definición a la "*legitimación registral*" es expresión de la existencia de otra importante fuente de inspiración en el régimen de los valores en cuenta: los principios del Derecho registral ⁵⁰⁶.

• Los "*derechos que del valor se derivan*" podrán ser de distinto orden, pues los valores negociables han sido configurados por el art. 2 RD 291/1992 como un amplio género, dentro del cual encuentran cabida valores de distinta especie -incluso valores atípicos- y cada uno de ellos lleva aparejados derechos -o conjuntos de derechos, como

⁵⁰⁵ Vid. *infra* V.2.1..

⁵⁰⁶ Vid. *infra* V.2.2..

es el caso de las acciones- distintos
507.

507 *Vid. supra* IV.3.2..

CAPÍTULO V

NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. Los valores anotados como una categoría específica dentro de los valores mobiliarios. 1.1. Componente objetivo -el valor mobiliario o negociable- y componente formal -la representación contable registral- de los valores anotados en cuenta. 1.2. Calificación jurídica de los valores anotados en cuenta. *1.2.1. La equivocada pretensión de identificar los valores anotados con una forma evolucionada de los títulos-valores.* *1.2.2. Los valores anotados tienen naturaleza jurídica propia.* *1.2.2.1. Naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta.* *1.2.2.2. Identidad de la función económica ejercida por los títulos-valores y por los valores anotados en cuenta.* **2. Confluencia de los principios propios de los derechos reales y los principios del Derecho registral.** 2.1. Distinción, dentro del régimen de los valores anotados en cuenta, de los elementos inspirados en el sistema registral y los inspirados en el sistema de títulos. 2.2. El sistema de anotaciones es, fundamentalmente, un sistema registral. **3. Dimensión contable de los valores anotados en cuenta.** 3.1. Elementos de carácter contable configuradores de la naturaleza y régimen de los valores anotados en cuenta. 3.2. La transferencia contable de valores -pieza clave del sistema de anotaciones en cuenta-.

CAPÍTULO V

NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

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

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

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

La primera circunstancia que interesa resaltar es la *identificación de los conceptos valor negociable y valor mobiliario* ⁵⁰⁸, toda vez que podemos entender que serán aplicables a los valores anotados las disposiciones normativas y las consideraciones doctrinales que hagan referencia tanto a una como a otra acepción de esta realidad.

Por otro lado, hemos de tener presente que el valor anotado en cuenta es una realidad compleja,

⁵⁰⁸ Vid. *supra* IV.2..

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- ⁵⁰⁹.

De esta circunstancia se extrae, entre otras, una consecuencia de especial importancia, como es el *carácter real de la titularidad sobre los valores anotados*, pues, aunque el contenido de éstos pueda ser un derecho de crédito, la *representación registral* permite que sean aplicables a los valores normas del Derecho de cosas ⁵¹⁰.

1.2. CALIFICACIÓN JURÍDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

Toda la herencia acumulada en nuestro Derecho de los últimos años sobre la desmaterialización de los valores fue recogida por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En ella se da una *forma definitiva* a la figura de los valores anotados dentro de nuestro ordenamiento -comprendiendo dentro de su ámbito tanto los valores de Deuda pública, como cualquier otro tipo

⁵⁰⁹ Vid. *supra* IV.4.3..

⁵¹⁰ Vid. *infra* V.1.2.2.1..

de valores negociables ⁵¹¹- y se sientan las bases sobre su régimen jurídico ⁵¹².

Sin embargo, las opiniones doctrinales son divergentes por lo que se refiere a la descripción y calificación de la naturaleza jurídica de los valores anotados en cuenta. Es criticable, en este sentido, que la Ley no se haya detenido en un esfuerzo de delimitación conceptual, que arrojase algo de luz sobre la cuestión ⁵¹³.

⁵¹¹ 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 que "quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas".

⁵¹² En los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores -y en su desarrollo en el RD 116/1992, de 14 de febrero- 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-.

⁵¹³ 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

No resulta nada fácil la determinación de la naturaleza de los valores anotados en cuenta, pues se ven todavía afectados por la problemática que incidía sobre la figura de los títulos-valores: la situación *fronteriza* que ocuparon éstos entre el Derecho de obligaciones y el Derecho de cosas ⁵¹⁴. Pero ahora el debate entre los Autores que se han pronunciado sobre la cuestión es todavía mucho más sutil, pues se centra en el hecho de si existe o no *incorporación* en la constitución 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.

de un "concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal, pero *no por ello carente de realidad*".

⁵¹⁴ 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...", *cít.*, pág. 107).

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, ha sembrado mayor confusión. Hasta el momento *incorporación* y *materialización* podían considerarse términos sinónimos ⁵¹⁵. 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* ⁵¹⁶.

⁵¹⁵ 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*-.

⁵¹⁶ 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", *cit.*, 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 materialización ⁵¹⁷.

Desde una opinión, a nuestro juicio, más moderada se afirma que el legislador al hablar de las anotaciones en cuenta acude al término "representación" ⁵¹⁸ como una forma de "atenuar la tradicional «incorporación», pero que sigue poniendo *acentos materializadores del derecho*" ⁵¹⁹ 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,

⁵¹⁷ PÉREZ ESCOLAR afirma que "aunque a primera vista pudiera parecer que una de esas notas, la incorporación del derecho al título (la que con más énfasis suele destacar la doctrina), se ha desvanecido mediante un proceso de «desmaterialización» del documento, la verdad es que ocurre justamente lo contrario: lo único que ha cambiado en muchos casos es que el derecho no se incorpora a un «documento» en el sentido tradicional del término, un papel que recoge determinadas manifestaciones de voluntad suscritas por quien las formula, sino a otro medio o soporte de naturaleza informática, pero tan «físico» como el papel. No en vano la electricidad y la electrónica son disciplinas integradas en la Física." (cfr. "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1014).

⁵¹⁸ Vid., entre otros, arts. 5.2 y 6.1 LMV.

⁵¹⁹ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", cit., pág. 11 y "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", cit., págs. 277-278.

que al nacimiento de un instrumento mercantil nuevo" ⁵²⁰.

⁵²⁰ 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...", *cit.*, pág. 87) y, en otro lugar, afirma que "existen indicios de que la sustitución del sistema de materialización del derecho podría comportar alteraciones de orden *dogmático sustanciales*" -el subrayado es nuestro- (*op. cit.*, pág. 88).

En otro lugar 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.-).

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- ⁵²¹, pero que la materialidad ya no existe ⁵²².

Pero es opinión común de estos Autores que, toda vez que la incorporación persiste, los valores anotados en cuenta no son sino un estadio

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).

⁵²¹ Cfr. BERCOVITZ, A., "El Derecho del mercado de capitales", cit., pág. 85.

Contra DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., 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...", cit., págs. 496-497).

⁵²² Cfr. BERCOVITZ, A., "El Derecho del mercado de capitales", cit., pág. 89.

evolucionado más en el desarrollo de la figura de los títulos-valores ⁵²³. De modo que no es necesario hablar de *derechos-valores* -*Wertrechte*- cuando queramos hacer referencia a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta ⁵²⁴. Desde este modo de entender, puede afirmarse

⁵²³ 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: "Solamente en el caso de que esa adaptación no fuera viable habría que crear una categoría distinta; pero en tal caso debería quedar claro que en esa categoría se comprenderían instrumentos incluidos tradicionalmente en la noción de los títulos-valores" (*op. cit.*, pág. 85).

⁵²⁴ 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

que el legislador no ha creado una figura nueva: simplemente ha modificado su forma de representación.

Por lo que se refiere a la función económica que cumplen los valores anotados, ésta es la misma que hasta el momento venían desarrollando los valores encartados 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"⁵²⁵. Es decir, en la medida en que el régimen

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).

⁵²⁵ Cfr. BERCOVITZ, A., "El Derecho del mercado de capitales", cit., pág. 86.

jurídico aplicable a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta dependerá de la naturaleza jurídica con que éstos sean calificados, sería inconveniente que la naturaleza de esta figura, que viene a sustituir a los tradicionales títulos-valores documentados en papel, resultase de todo punto incompatible con las normas que integran el régimen jurídico de éstos ⁵²⁶.

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

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

⁵²⁶ 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.

bases que permitan hacer aplicables a los valores anotados los logros de la teoría de los títulos-valores ⁵²⁷.

1.2.2. LOS VALORES ANOTADOS TIENEN NATURALEZA JURÍDICA PROPIA.

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.

Por este motivo, no tiene sentido hablar de un nuevo estadio en la evolución de la figura del título-valor ⁵²⁸. Los títulos-valores nacieron con la unión del derecho al papel. Una vez que desaparece el papel -es decir, cuando se rompe la

⁵²⁷ Antes de publicarse la LMV observaba PARICIO SERRANO (en "La evolución del título-valor...", cit., 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-.

En efecto, así ha sucedido, por ejemplo, al consagrar el legislador en el art. 9 LMV la *equivalencia de la inscripción registral de la transmisión de valores anotados y la tradición de los títulos* -vid. *infra* VIII.1.2.1.-.

⁵²⁸ Con gran claridad, afirman DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO que ante la pregunta de "si las acciones representadas en anotaciones en cuenta pueden considerarse títulos-valores (...) la respuesta, evidente a nuestro juicio, es negativa" (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 337).

unión entre el título y el derecho, cuando se prescinde de la incorporación, siquiera conceptual

529- desaparece también la figura del título-valor

530.

529 "¿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...", cit., 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...", cit., 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...", cit., 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 documentación electrónica de los valores (op. cit., passim); de la misma opinión, vid. STALLONE, F., "La forma dell'atto giuridico elettronico", cit., págs. 756 y ss..

530 En este sentido se manifiesta OLIVENCIA (en "La incorporación del derecho al título...", cit., 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»...", cit., pág. 1217) destaca la ruptura de la identificación entre los "valores", como

Encontramos en la doctrina distintos modos de entender este hecho ⁵³¹.

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* ⁵³². Esta concepción,

categoría general, y los "títulos-valores", que han de ser considerados como una más entre las posibles formas de representación de aquellos. 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".

⁵³¹ A este respecto, comenta PAZ-ARES que "el dilema que plantea la desincorporación es (...) grave y nada fácil de responder. De ello dan buen testimonio las vacilaciones doctrinales que dentro y fuera de nuestras fronteras suscita el fenómeno" (cfr. "La desincorporación de los títulos-valor", *cit.*, pág. 92).

⁵³² "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 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).

Pero 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 acogen, a través de la doctrina de los títulos-valores, principios del ámbito de los derechos reales, como la reivindicación, la

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-.

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

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. ci.-.

En un primer pronunciamiento sobre el tema, MADRID PARRA llega a afirmar que el sistema de anotaciones en cuenta de la LMV "desde el punto de vista jurídico se encuadra en el Derecho de obligaciones" (cfr. "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 84); más tarde (en "La transmisión de valores", cit., 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...", cit., pág. 284; DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektengiroverkehr*, cit., 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..

también de la de los simples derechos de crédito y otros derechos incorporales no representados en anotaciones- y con un *régimen propio* ⁵³³ -que no se corresponde con las normas del Derecho de obligaciones-, en el que tienen cabida algunos elementos del Derecho de cosas ⁵³⁴. En nuestro caso

⁵³³ 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", cit., págs. 335 y ss..

⁵³⁴ CANARIS niega que los Wertrechte tengan naturaleza real, pero admite, sin embargo, que les son aplicables algunas normas del Derecho de cosas (vid. "Bankvertragsrecht", cit., n° de margen 2047 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...", cit., 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 incorporales que los títulos valores (sic) 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

los fundamentos de ese régimen se encuentran en los arts. 5 a 12 LMV.

En cuanto a la distinción entre los títulos-valores y los valores anotados, basta un análisis de la estructura de las dos figuras para convencerse de que la naturaleza jurídica de una y otra han de ser distintas ⁵³⁵: 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*

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).

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 *inesquívable distinción, aunque se den afinidades funcionales*" -los subrayados son nuestros- (cfr. "Valores informatizados", cit., pág. 42 y "Acciones y obligaciones representadas...", cit., pág. 447).

⁵³⁵ 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).

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 ⁵³⁶ y, frente a la condición de cosa mueble, que es propia de los títulos-valores, los valores anotados tienen naturaleza de *bienes inmateriales* ⁵³⁷.

⁵³⁶ 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-.

⁵³⁷ 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 conceptualización 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).

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

Desde esta perspectiva los valores representados por medio de anotaciones en cuenta - por contraposición al concepto de título-valor- pueden ser conceptuados como *derechos-valores* ⁵³⁸. Pero lo cierto es que el término *derechos-valores*, cuando se maneja dentro del ámbito del Derecho español, no es muy afortunado: no tiene tradición en nuestra doctrina y resulta muy poco definitorio ⁵³⁹. Por eso, sin dejar de afirmar que los valores a

⁵³⁸ Pues los *derechos-valores* se conciben como "efectos que no han sido incorporados a un documento" (cfr. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., 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.

⁵³⁹ 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".

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

los que nos referimos se encuentran relacionados con la categoría que la doctrina alemana identifica como *Wertrechte* ⁵⁴⁰, podemos acudir a la expresión *valores anotados* ⁵⁴¹ para denominar esta institución ⁵⁴².

los títulos-valores y para expresar que se trata de *derechos subjetivos* que ya no se incorporan a un título.

⁵⁴⁰ Realidad jurídica *distinta* de los títulos-valores, con una naturaleza jurídica distinta y con un régimen jurídico distinto.

⁵⁴¹ 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...*, *cit.*, pág. 30, que evidencia la claridad de la concepción que este Autor tenía de la cuestión, ya en tan temprana fecha).

⁵⁴² 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*".

1.2.2.1. 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* ⁵⁴³.

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 ⁵⁴⁴.

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*

⁵⁴³ Vid. VICENT CHULIÀ, 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.

⁵⁴⁴ Arts. 11.1 LMV y 15.1 RD 116/1992.

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

real ⁵⁴⁵. El titular del valor podrá hacer efectiva su legitimación frente a terceros ⁵⁴⁶ en todos los ámbitos, no sólo en el ejercicio de los derechos comprendidos por el valor ⁵⁴⁷, sino también en cuanto se refiere al poder de disposición sobre los valores ⁵⁴⁸: 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 ⁵⁴⁹.

⁵⁴⁵ 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).

⁵⁴⁶ 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, n° 32, pág. 574).

⁵⁴⁷ 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. supra III.1.2..

⁵⁴⁸ "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).

⁵⁴⁹ Arts. 9 y 10 LMV y 12 y 13 RD 116/1992.

1.2.2.2. Identidad de la *función económica* ejercida por los títulos-valores y por los valores anotados en cuenta.

La función económica desempeñada por los títulos-valores ⁵⁵⁰ y por los valores anotados es la misma -o, mejor dicho, muy semejante- ⁵⁵¹. Nada tiene esto de sorprendente, pues los valores anotados en cuenta fueron creados por el legislador precisamente para eso: para cumplir la misma función económica que los títulos-valores, pero por medio de una instrumentación jurídica técnicamente más perfecta ⁵⁵². La función o servicio que prestan

Vid. *infra* Capítulo VIII "Transmisión de los valores anotados en cuenta" y Capítulo IX "Constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados en cuenta".

⁵⁵⁰ 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.).

⁵⁵¹ 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, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 33-34.

⁵⁵² 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

ambos instrumentos es *constituirse en vehículo que permita la circulación ágil y segura de derechos* ⁵⁵³ -fundamentalmente de derechos de crédito-; a esto se puede añadir, que, de modo indirecto, también constituyen un incentivo para la inversión y un medio para facilitar la desinversión ⁵⁵⁴.

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

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).

⁵⁵³ 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, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., 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 desincorpora, aun perdiendo su condición de cosas muebles, conservan su vocación circulatoria*" -el subrayado es nuestro-

⁵⁵⁴ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 95.

naturaleza jurídica de los valores anotados haya de ser la de los títulos-valores ⁵⁵⁵.

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

Los valores anotados en cuenta tienen un régimen jurídico propio. En la composición de este régimen se reconocen dos claras fuentes de inspiración: el sistema de los títulos-valores y el sistema inmobiliario registral ⁵⁵⁶. 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 ⁵⁵⁷. Además, podemos situar como

⁵⁵⁵ *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.

⁵⁵⁶ 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.

⁵⁵⁷ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 377.

telón de fondo las normas de los derechos de obligaciones, que están en la mente de los contratantes -y del legislador- cuando se establece una relación que da lugar a la constitución de un derecho anotado en cuenta.

Todas estas son las vertientes que confluyen en la integración del régimen de los valores anotados, siendo así que en estas líneas no queremos entender por régimen jurídico tan sólo las normas expresamente promulgadas para la regulación de las anotaciones en cuenta -que, si fuesen las únicas componentes de dicho régimen, habrían de preocuparnos por su escasez ⁵⁵⁸-, sino también, y con carácter supletorio, todas aquellas que, resultando acordes con la naturaleza de estos derechos, puedan aplicarse de forma analógica ⁵⁵⁹.

⁵⁵⁸ 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".

⁵⁵⁹ 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

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. 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

principios del régimen de los títulos-valores y las normas y principios del sistema registral.

anotados ⁵⁶⁰, que, señala el art. 8 LMV, tendrá lugar "en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable" ⁵⁶¹. 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 desarrolla ⁵⁶².

La presencia de las normas de Derecho registral vuelve a hacerse evidente en todo lo relativo a la eficacia y procedimiento o desarrollo

⁵⁶⁰ Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F., *Derecho inmobiliario registral*, 2ª ed., Barcelona, 1984, págs. 107 y ss..

⁵⁶¹ 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*.

⁵⁶² 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".

de los *negocios jurídicos* sobre valores anotados, especialmente en la *transmisión y constitución de derechos reales y gravámenes* ⁵⁶³. Dado que la constitución del derecho anotado en cuenta es un acto de naturaleza registral, cualquier alteración en la titularidad sobre ese derecho, ya sea por transmisión plena, ya sea tan sólo una modificación limitada de dicha titularidad, tendrá, en consecuencia, la misma naturaleza registral. El nacimiento del derecho anotado y la asunción de la titularidad sobre éste tienen lugar por medio de la inscripción en el registro, por tanto, la transmisión del derecho hace exigible que se proceda a la inscripción del nombre del adquirente en el registro como nuevo titular de éste ⁵⁶⁴ -art. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992- ⁵⁶⁵.

⁵⁶³ Cfr. GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág.63.

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

⁵⁶⁴ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 378.

⁵⁶⁵ 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".

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 ⁵⁶⁶. Así, al plantearse la posibilidad de la adquisición a *non domino* e irreivindicabilidad de los valores adquiridos por este título, el artículo 9.3 LMV resuelve acudiendo al principio registral clásico de buena fe del tercero adquirente a título oneroso ⁵⁶⁷. 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

El art. 12.1 RD 116/1992 reproduce literalmente el texto del art. 9.1 LMV.

⁵⁶⁶ Cfr. GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág. 63.

⁵⁶⁷ *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. co. o con el 19 LCC

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 6º 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- ⁵⁶⁸. 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 ⁵⁶⁹, de prioridad ⁵⁷⁰, de tracto sucesivo ⁵⁷¹ y de amparo

⁵⁶⁸ 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.

⁵⁶⁹ Art. 15 RD 116/1992.

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

⁵⁷⁰ Art. 16.1 y 2 RD 116/1992.

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

⁵⁷¹ Art. 11.3 LMV y art. 16.1 y 3 RD 116/1992.

judicial de los asientos registrales ⁵⁷² -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.

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

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

⁵⁷² 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...", cit., 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 analógica de la Ley Hipotecaria".

mismo que el de los títulos ⁵⁷³. No es ésta, sin embargo, nuestra postura, pues, como ya hemos señalado, nos parece que lo más acertado es comprender la anotación en cuenta como una figura distinta del título-valor. Pero no tenemos intención de negar la clara inspiración de una figura en la otra y admitimos lo que no es sino una *lógica consecuencia* de tal inspiración: la adopción de elementos del régimen de los títulos-valores como parte integrante del régimen de los valores anotados ⁵⁷⁴.

⁵⁷³ 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.

⁵⁷⁴ 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

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 ⁵⁷⁵.

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.

⁵⁷⁵ 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 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

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

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./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La sociedad anónima en sus principios configuradores", en GARRIDO DE PALMA, V. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, *cit.*, pág. 58, también se pronuncian sobre la identidad funcional de títulos y anotaciones.

títulos-valores en lo relativo a estos aspectos funcionales.

Los arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992 disponen que la transmisión tendrá lugar por transferencia contable, pero, al explicar qué significado tendrá la inscripción de tal transferencia, señalan que "producirá los mismos efectos que la *tradición de los títulos*". De modo que el sistema de anotaciones, al remitirse a la tradición de los títulos, está apoyándose en la pieza clave que da sentido al sistema de los títulos-valores: la circulación del derecho por medio de la entrega de la cosa conforme a las exigencias de la teoría del título y el modo. Los títulos han alcanzado la seguridad en la circulación del derecho gracias a que, por su naturaleza material, son susceptibles de someterse a las normas de los derechos reales y huir de la inseguridad de las normas de los derechos de crédito. Ahora las anotaciones en cuenta pueden beneficiarse de la seguridad de las normas de los derechos reales no por razón de su propia naturaleza, sino por remisión al régimen de los títulos-valores. En el sistema de títulos no causa repulsa a la lógica jurídica que el título de papel sea el objeto central de una relación de derecho real; sino que, más bien, lo que puede causar confusión es el excesivo valor que se

atribuye a ese título, el equilibrio metafórico o ficción consensuada por la cual se admite que un derecho haya tomado cuerpo en un papel y se haya convertido en cosa. En el sistema de anotaciones no se hace violencia alguna en lo referente a la forma de representación del derecho -pues la representación registral de éstos, apoyada en el previo otorgamiento de una escritura pública ⁵⁷⁶, 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- ⁵⁷⁷ y no en una auténtica adecuación de su

⁵⁷⁶ Arts. 6.1 y 8.1 LMV.

⁵⁷⁷ 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

estructura interna al régimen jurídico que se le ha querido asignar. En el caso de los títulos-valores se habían 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 LMV y 12.1 RD 116/1992 -en los que el sistema de títulos

mismos prejuicios dogmáticos que los Autores y puede, en cada momento, diseñar la regulación aplicable a los valores".

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 fe ⁵⁷⁸.

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 irrevindicabilidad de los valores anotados en

⁵⁷⁸ 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".

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.

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*⁵⁷⁹-, 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

⁵⁷⁹ 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.

los títulos, un sistema *sustitutivo*, superador de los sistemas correctores.

Tanto desde el punto de vista cualitativo, como desde el punto de vista cuantitativo, la importancia de los elementos de Derecho registral en el sistema de anotaciones en cuenta es mucho mayor que la que corresponde a los elementos del régimen de los títulos-valores. El papel que juegan los elementos del sistema de títulos es, desde luego, crucial, pues vienen a recordar que las anotaciones en cuenta cumplen la misma función económica que desarrollan los títulos-valores; y no tan sólo lo recuerdan sino que, por aplicación analógica de las normas de aquel régimen, permiten que, efectivamente, las anotaciones en cuenta cumplan tal función. Pero si, después de este breve y primer recorrido que hemos hecho por el régimen jurídico de los valores anotados en cuenta, queremos sacar una primera conclusión, ésta habrá de ser que el sistema de anotaciones en cuenta es, fundamentalmente, un sistema registral ⁵⁸⁰. Inevitablemente hemos de concluir así al repasar el

⁵⁸⁰ 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".

articulado de la LMV y del RD 116/1992 y observar que tanto aspectos esenciales del régimen de las anotaciones en cuenta, como otras cuestiones de segundo orden integrantes de este régimen encuentran su apoyo en el Derecho registral: los valores se constituyen en virtud de su inscripción ⁵⁸¹; los valores se transmiten por transferencia contable ⁵⁸²; las excepciones que se deduzcan de la inscripción en el registro son oponibles frente al adquirente de buena fe ⁵⁸³; la titularidad sobre los valores se deduce de lo inscrito en el registro ⁵⁸⁴; los registros de anotaciones en cuenta se rigen por los principios de prioridad y tracto sucesivo ⁵⁸⁵; etc.. Frente a esto no puede pasar de largo que son sólo tres las referencias al régimen de los títulos-valores que se contienen en el de anotaciones en cuenta: que la inscripción de la transmisión produce los mismos efectos que la tradición de los títulos ⁵⁸⁶; que las excepciones oponibles frente al adquirente de buena fe de

-
- ⁵⁸¹ Arts. 8 LMV y 11 RD 116/1992.
⁵⁸² Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.
⁵⁸³ Arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992.
⁵⁸⁴ Art. 11.1 LMV.
⁵⁸⁵ Art. 16 RD 116/1992.
⁵⁸⁶ Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

títulos-valores son también aplicables en este sistema ⁵⁸⁷ y que la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título ⁵⁸⁸.

3. DIMENSIÓN CONTABLE DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

3.1. ELEMENTOS DE CARÁCTER CONTABLE CONFIGURADORES DE LA NATURALEZA Y RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

La consideración de los valores anotados en cuenta como una realidad de *naturaleza contable* se muestra en total consonancia con el concepto de *valor negociable* que es manejado por la LMV. La *negociabilidad* de los valores, como sabemos ⁵⁸⁹, se define prestando especial atención a los términos económicos en que se produce la transmisión ⁵⁹⁰. Hemos comentado también el carácter de *mercancía* o *producto* que los valores tienen -considerados en una de las múltiples acepciones desde las que pueden ser contemplados ⁵⁹¹-. Por ello el hecho

⁵⁸⁷ Arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992.

⁵⁸⁸ Arts. 10.1 LMV y 13.1 RD 116/1992.

⁵⁸⁹ Vid. *supra* IV.3.3.3..

⁵⁹⁰ Vid. EM LMV, número segundo.

⁵⁹¹ Vid. *supra* IV.2..

contable -como forma de representación de la realidad económico-social ⁵⁹²- 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 ⁵⁹³. En el caso del hecho contable, la preocupación por el orden se traduce en "expresar lo cualitativo en términos cuantitativos" ⁵⁹⁴. 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 ⁵⁹⁵.

⁵⁹² Cfr. FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *Una aportación a la construcción del Derecho Contable*, Madrid, 1986, pág. 29.

⁵⁹³ 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).

⁵⁹⁴ 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).

⁵⁹⁵ Vid., entre otros, art. 31 RD 116/1992, en cuyo párrafo segundo podemos leer la siguiente afirmación: "En los

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. ⁵⁹⁶.

A pesar de que la normativa relativa a los valores anotados en cuenta trata de modo explícito y reiterado aquellos aspectos conforme a los cuales se puede predicar la dimensión contable de estos valores como uno de sus elementos definitorios, llama la atención lo poco comentado que ha sido por la doctrina este rasgo de la naturaleza de los valores anotados ⁵⁹⁷.

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".

⁵⁹⁶ Vid. AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM...*, cit., pág. 20.

⁵⁹⁷ 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 a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

Vid. también SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 18ª ed., cit., pág. 21 y "Comentario del art. 2", cit., pág. 44.

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

La referencia a elementos de carácter contable es, como hemos dicho, frecuente en las normas configuradoras del régimen de estos valores. Así, la LMV, al referirse al registro en el que se han de inscribir los valores, utiliza la expresión "registro contable", con la que se distingue y caracteriza este registro; el recurso a esta expresión es casi constante ⁵⁹⁸. El recurso a la "transferencia contable", como cauce para la verificación de la transmisión de valores anotados ⁵⁹⁹, merece ser destacado especialmente. Por otro lado, resulta muy significativo, para apreciar hasta qué punto los valores anotados son concebidos como realidades de naturaleza contable, que se hable de saldos de valores, al referirse a la titularidad que ostente un sujeto sobre un conjunto de valores ⁶⁰⁰. Es también muy revelador que las inscripciones en los registros contables, que producirán la adquisición o pérdida de

⁵⁹⁸ Vid., entre otros, los arts. 6, 7, 8, 9, 11, 12 LMV, 3, 4, 6, 7, 8 RD 116/1992 y un largo etcétera.

⁵⁹⁹ Arts. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

⁶⁰⁰ 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.

derechos sobre valores, tengan lugar en virtud de abono o adeudo en la cuenta que corresponda ⁶⁰¹. La compensación, como forma de resolver la negociación sobre valores, viene a remarcar ⁶⁰² el tratamiento contable que reciben los valores anotados ⁶⁰³.

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.

⁶⁰¹ 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 procurarán en virtud de abono o adeudo en la cuenta respectiva"-.

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

⁶⁰² 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*.

⁶⁰³ 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-

Para acercarnos a esta figura nos es de gran utilidad la doctrina vertida en torno a la transferencia bancaria ⁶⁰⁴, pues son muchos los aspectos en común que se pueden predicar de estas dos instituciones ⁶⁰⁵. Uno de los motivos por los

⁶⁰⁴ 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..

⁶⁰⁵ 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" -*sückenlose*- con "las transferencias de dinero sin movimiento de numerario".

Más allá de los aspectos que se refieren exclusivamente a la naturaleza jurídica de la figura que analizamos, prestando atención a la instrumentación electrónica -que es la que en la práctica se ha adoptado para la transferencia contable de valores anotados en los mercados secundarios oficiales-, es también interesante tener presente el fenómeno de la transferencia electrónica de fondos. Este fenómeno tiene su origen en el Derecho estadounidense y desde 1978 cuenta con su desarrollo normativo en la *Electronic Fund Transfer Act* -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*, ed. Practising Law Institute, Nueva York, 1981; 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...*, Tomo I, cit., 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., *Transferimenti elettronici dei fondi e autonomia privata*, Milán, 1986.

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*⁶⁰⁶, que puede integrarse en un negocio jurídico como un elemento más.

El contrato de transferencia bancaria, por su tradición histórica y por la complejidad de que se encuentra revestido, ha dado lugar a una larga

⁶⁰⁶ "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, J., *Contratos bancarios*, *cit.*, 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).

discusión en nuestro Derecho y en ordenamientos extranjeros ⁶⁰⁷.

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 ⁶⁰⁸. La semejanza con la transferencia

⁶⁰⁷ 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 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", en CDC, 1995, (en prensa), 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.

⁶⁰⁸ Cfr. GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", *cit.*, págs. 420-421; ALFARO AGUILA-REAL, J., "Observaciones sobre la transferencia bancaria", (*manuscrito*), 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

de valores es grande; en ésta la entrega material de los valores también se ve sustituida por el abono en cuenta ⁶⁰⁹.

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 ⁶¹⁰ - los valores contabilizados ⁶¹¹ no son susceptibles

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).

⁶⁰⁹ Vid., entre otros, arts. 9.1 LMV, 12.1 y 31.4 RD 116/1992.

⁶¹⁰ 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, 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..

⁶¹¹ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 95.

de entrega material-. La segunda circunstancia es que en el caso de los valores anotados no existe posibilidad de concertar o no el pacto de transferencia que desencadena o da paso a que la relación jurídica se desenvuelva utilizando como instrumento la transferencia contable. Quien se somete al régimen de los valores anotados en cuenta tácitamente está acatando un pacto de transferencia para el tratamiento de los valores de que sea titular; o, si se quiere, ni siquiera llega a formularse tal pacto tácito, pues realmente es una disposición de Derecho imperativo la que exige el recurso a la transferencia contable ⁶¹².

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 ⁶¹³. También en este caso podemos

⁶¹² 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."

⁶¹³ 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", 1995 (manuscrito), págs. 40-41 y "Cuenta corriente bancaria",

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 contabilidad ⁶¹⁴.

Cabe entender, por analogía con el contrato de cuenta corriente bancaria, que, en el caso que nos ocupa, efectivamente la Entidad encargada del registro ⁶¹⁵ asume la llevanza de la contabilidad ⁶¹⁶ y que, por su parte, el titular de los valores ⁶¹⁷ debe contestar manifestando su conformidad o no con el saldo de la cuenta ⁶¹⁸.

en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, cit., págs. 1833 y ss..

⁶¹⁴ Cfr. ALFARO AGUILA-REAL, J., "Contribución al estudio...", cit., pág. 40.

⁶¹⁵ Que, en función de los casos, podrá ser el SCLV, una Entidad adherida a éste, la Central de Anotaciones, o una Entidad Gestora -vid. supra III.2.-.

⁶¹⁶ Vid. art. 278 C. co..

⁶¹⁷ Que, también en función de los casos, podrá ser una Entidad adherida, un Entidad Gestora, o un cliente de uno de estos dos tipos de entidades -vid. supra III.2.-.

⁶¹⁸ Vid. ALFARO AGUILA-REAL, J., "Contribución al estudio...", cit., pág. 40.

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 ⁶¹⁹, 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 algunas diferencias entre el régimen de la transferencia bancaria y la

⁶¹⁹ El art. 9.1, proposición segunda, LMV es suficientemente explícito a este respecto: "*La inscripción de los valores a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.*" -el subrayado es nuestro-.

Vid. *supra*, sobre el valor constitutivo de la inscripción, VIII.1.2..

transferencia de valores anotados ⁶²⁰, 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" ⁶²¹. 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 entrega, y un segundo momento, que es la *aceptación* del beneficiario de la transferencia ⁶²². Se

⁶²⁰ Vid., en todo caso, con relación al ámbito bancario, MOTOS GUIRAO, M., "Sobre si el ingreso en la cuenta corriente bancaria del acreedor libera al deudor", *RDM*, 1958, 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 CAMPANA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, *cit.*, págs. 2531-2532.

⁶²¹ Cfr. GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", *cit.*, pág. 429.

⁶²² 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.

entenderá que el transferente pagó cuando el beneficiario acepta -o, al menos, no manifiesta su disentimiento- ⁶²³. 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

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.

⁶²³ Vid. GIRÓN TENA, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", *cit.*, págs. 430-432.

Cuando 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.

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)- ⁶²⁴. Pero cuando la adquisición sea derivativa, esto es, cuando los valores cambien de titular por ser objeto de una transmisión, entonces deberá procederse a una transferencia contable ⁶²⁵. Esta transferencia se llevará a cabo efectuando un abono de valores en la cuenta del comprador y, simultáneamente, un cargo del mismo número de valores en la cuenta del vendedor -el número de valores que haya sido objeto de transmisión- ⁶²⁶. Si no se realizaran

⁶²⁴ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 106.

⁶²⁵ Ats. 9.1 LMV y 12.1 RD 116/1992.

⁶²⁶ 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.

conjuntamente estas operaciones de abono y cargo, podría haber dos titulares de los mismos valores ⁶²⁷. Se generaría una situación de inflación de valores en el mercado, de modo que podría llegar a haber en circulación entre el público un número de valores mayor del que inicialmente -y realmente- integrase una emisión.

*

*

*

A raíz de algunas de las consideraciones que hasta el momento hemos tenido que formularnos -relativas a la ausencia de pacto de transferencia y de aceptación del abono en la transferencia contable de valores anotados en cuenta-, podemos extraer una conclusión parcial; y es que los márgenes de la autonomía de la voluntad se ven más recortados en la transferencia contable de valores que en la transferencia bancaria.

ALONSO ESPINOSA, F. J., "Configuración estatutaria de las acciones...", *cit.*, pág. 5534).

⁶²⁷ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 106.

ABRIR CAPÍTULO VI.

